

CRONICA DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA

Como de costumbre concentraremos nuestra atención en unos pocos acontecimientos de importancia que trataremos con cierto detalle, acabando la crónica con una miscelánea de breves noticias financieras.

ALEMANIA SUBE Y ESTADOS UNIDOS BAJA SUS TIPOS DE INTERES. ESPAÑA, GRAN BRETAÑA Y FRANCIA LO BAJAN UN POCO. REPERCUSIONES.

Sin duda el acontecimiento financiero más importante del mes es la subida del tipo de interés alemán y la baja del estadounidense, seguida doce días más tarde por la baja en los tipos español y británico, y poco tiempo después por la baja del francés a dos y cinco años. Expondremos la película de los acontecimientos y luego investigaremos su significado y consecuencias.

El jueves 31 de Enero, en contra de lo que esperaban los mercados, engañados por lo que creían era una semipromesa de mantener invariables los tipos de interés, el Bundesbank aumentó en medio punto el tipo de descuento subiéndolo a un 6,5% y el tipo Lombard (préstamos que concede el Bundesbank a un interés punitivo a los bancos que de otro modo no pueden cumplir el requisito de reservas mínimas obligatorias) también en medio punto subiéndolo al 9%.

La subida cogió por sorpresa a los mercados que se habían hecho ilusiones de que en la reunión del Grupo de los Siete en Nueva York el pasado 21 de Enero el presidente del Bundesbank Sr. Pöhl se había manifestado satisfecho con los niveles de entonces, apoyándose quizá en un comunicado final bastante vago que parecía indicar la voluntad de lo Siete de mantenerlos. Se equivocaban, a pesar de que (como decíamos el mes pasado en esta crónica) el Sr. Pöhl dijo claramente entonces que podría elevar los tipos si lo creyese necesario. Desde hace tiempo el Sr. Pöhl estaba sometido a una fuerte presión para elevarlos por parte de sus colegas los gobernadores de los bancos centrales de las regiones (länder) alemanas en sus reuniones semanales los jueves y ha acabado por ceder, lo que por otra parte es perfectamente razonable, ya que una subida de los tipos, o una subida de la cotización del deutschmark (DM) dentro del SME (Sistema Monetario Europeo) es necesaria para evitar la inflación, siendo la única alternativa un aumento de los impuestos por encima del ya proyectado, lo que por evidentes razones electorales el canciller Kohl no puede aceptar. (Recordemos que el Bundesbank es totalmente independiente del gobierno, que no puede darle órdenes ni destituir al gobernador).

Una respuesta a esa subida no se hizo esperar: al día siguiente el US Federal Reserve Board (el banco central de los EE.UU. conocido por el Fed) rebajó medio punto el tipo de descuento (el que aplica a préstamos a los bancos para que puedan cumplir el requisito de

reservas mínimas obligatorias) dejándole en un 6%, cogiendo también por sorpresa a los mercados. Había razones de sobra de tipo interno para tomar esa medida: las últimas estadísticas de paro han sido las peores desde la recesión de 1981-82. Los puestos de trabajo en la industria y en la construcción disminuyeron en Enero en 232.000 plazas, ajustados estacionalmente. En los últimos cinco meses han desaparecido unos 450.000 puestos de trabajo industriales. El índice de condiciones industriales, al que se concede gran importancia, bajó hasta 40,5 en Diciembre, el nivel más bajo registrado desde 1982. Por debajo de 44 indica una seria recesión que se extiende a toda la economía. Era inevitable que el Fed bajase los tipos de interés, ya que la otra medida teóricamente posible para reavivar la economía, el rebajar impuestos o aumentar el gasto público, era inaplicable dado el enorme déficit presupuestario actual que incluso aumentará a causa de la guerra del Golfo.

La baja decretada por el Fed fué acompañada por una baja del interbancario en medio punto quedando en un 6,25%. Algunos bancos importantes, entre ellos J.P. Morgan y Bank of America también rebajaron medio punto su tipo preferente dejándolo en un 9%.

El consiguiente aumento en la divergenia entre los tipos del Bundesbank, que guste o no guste marca la pauta en Europa, y del Fed no podía menos de tener fuertes repercusiones en los tipos de cambio: ya el mismo jueves 31, cuando el Bundesbank subió los tipos, empezó una fuerte baja del tipo de cambio del \$ frente al DM, que se agudizó al día siguiente cuando el Fed bajó el tipo de descuento, continuando en días sucesivos. Los bancos centrales, no solo de los Siete (con excepción de Japón, como siempre diferente) sino también de otros ocho países industriales importantes, entre ellos España, intervinieron activamente en el mercado para evitar el derrumbe del \$. Se calcula que hasta el jueves 8 de Febrero los bancos centrales de esos países han comprado unos 1.500 millones de \$ en esta operación de apoyo al dólar, una cantidad respetable, pero no espectacular si la comparamos con intervenciones en circunstancias semejantes.

La intervención no se proponía evitar la baja del dólar, cosa evidentemente imposible, sino evitar que se haga caótica y precipitada. Hasta el viernes 8 parecía intentar que el dólar no bajase por debajo de 1,45 DM. El jueves 7 había bajado hasta 1,4467 DM, la cotización más baja jamás registrada hasta la fecha. Observadores reputados creen que la baja continuará hasta 1,40 DM, y que los bancos centrales la aceptarán porque una cotización a ese nivel es necesaria para corregir el déficit corriente estadounidense. Unas significativas declaraciones del vicepresidente del Bundesbank Sr. Helmut Schlesinger el 11 de Febrero parecían indicar que el propósito del Bundesbank de seguir interviniendo para mantener la cotización del dólar se estaba haciendo condicional. El Sr. Schlesinger dijo textualmente: "el objetivo de la intervención es calmar los mercados y estabilizar las cotizaciones a un nivel que la haga innecesaria. No es cierto que nuestra decisión de intervenir haya desaparecido. A la larga una intervención contra (las fuerzas) del mercado no consigue nada". Como no podía ser menos la cotización del dólar dió un bajón cuando las declaraciones del Sr. Schlesinger aparecieron en las pantallas de los dealers, llegando a bajar hasta la cota jamás registrada de 1,445 DM. Tratando de minimizar el revuelto causado, al día siguiente el propio Sr. Schlesinger dijo que sus declaraciones habían sido mal entendidas y explicó que ya que el dólar continuaba a 1,4450 MD el Bundesbak "continuaba interviniendo el miércoles 13 dando así prueba de solidaridad ". A pesar de todo parece claro que al Bundesbank no le preocupa que el Dólar siga donde está, e incluso que baje algo más.

Examinaremos ahora el significado y las consecuencias de estos cambios.

Ante todo hay que tener presente que la acción del Bundesbank no significa un endurecimiento de la política monetaria alemana: el tipo de interés en el mercado monetario no ha cambiado después de la subida del tipo Lombard. Significa solo que el Bundesbank reafirma su intención de continuar con su política monetaria rigurosa para dominar la inflación, que subió en Enero a un ritmo anual del 2,9% desde un 2,8 en Diciembre, nivel preocupante para un alemán, aunque para un español sea perfectamente aceptable. Las necesidades de financiación de Alemania aumentan espectacularmente. No solo hay que financiar la reconstrucción de Alemania Oriental, sino también ayudar a la URSS (el Canciller Köhl ha prometido ya más de 13.000 millones de DM), a los países ex-comunistas vecinos y pagar su parte de los gastos de la guerra del Golfo. Además para fomentar el ahorro interno, moderar el consumo interno y atraer capital extranjero tipos de interés altos son de rigor, tanto más cuanto el gobierno parece que va a aplazar hasta el verano la subida de impuestos recientemente anunciada, a pesar de un déficit presupuestario en 1991 de más de 160.000 millones de DM.

Aunque se reconoce que desde un punto de vista interno la acción del Bundesbank está justificada, desde un punto de vista externo la cosa varía: es evidente que esa acción pone en un aprieto a los países de la Unión Monetaria Europea (UME) que bien se encuentran en recesión, como Gran Bretaña, bien ven que su economía se desacelera, como Francia e Italia, y desearían por ello poder bajar sus tipos de interés y no pueden hacerlo porque les guste o no les guste no tienen más remedio que orientar su política monetaria a lo que decida el Bundesbank. Con ello la moneda única europea propuesta por el plan Delors presidente de la Comisión Europea va a aumentar su atractivo para estos países porque haría que la política monetaria comunitaria no sería de hecho fijada unilateralmente por el Bundesbank según consideraciones internas alemanas, sino por el futuro banco central europeo, que prestaría mayor atención a los intereses de los demás países miembros. Los alemanes se dan perfecta cuenta de ello: de ahí su creciente frialdad hacia el plan Delors y su moneda única.

De los tres países "débiles" citados, evidentemente el más perjudicado por la subida de los tipos de interés alemanes es sin duda Gran Bretaña, como explicaremos más adelante.

A diferencia de Gran Bretaña, Francia e Italia los EE.UU. están a gusto con la divergencia entre sus tipos de interés con los alemanes y la consiguiente baja del dólar. El Fed, junto con el banco central japonés, han sido los únicos entre los de los grandes y menos grandes que no han intervenido en el mercado para mantener la cotización del dólar. La actitud americana podría definirse como una despreocupación benévola (benign neglect) ante lo que está ocurriendo, reflejada en las declaraciones del Secretario del Tesoro americano, equivalente a nuestro ministro de Economía y Hacienda, Mr. Brady ante el comité competente del Congreso estadounidense el pasado 6 de Febrero, día en que el dólar registró la cotización frente al DM más baja de su historia hasta entonces. El Sr. Brady dijo tranquilamente que le gustaría que los tipos de interés americanos bajasen algo más, aunque para cualquier observador imparcial es evidente que ello significaría una adicional presión a la baja del dólar, dando a entender así que esta baja por ahora no le quita el sueño. Luego trató de apaciguar la irritación francesa e incluso quizá italiana que preveía seguiría a su

declaración diciendo que los EE.UU. no están siguiendo una política de dólar barato: "No estamos promoviendo una depreciación del dólar ni la consideramos inevitable".

Esta despreocupación es comprensible. Después de todo el comercio exterior no tiene demasiada importancia en la economía estadounidense: sus importaciones son menos de 15% del PIB y lo que es más importante la gran mayoría se cotizan en dólares, por lo que al revés que los demás países una baja en la cotización de la moneda nacional no supone un encarecimiento de las importaciones que repercutiría en un aumento de la inflación. Lo que de veras preocupa al gobierno estadounidense es la recesión que está resultando bastante más seria de lo que se esperaba. Las últimas estadísticas son muy preocupantes y lo que es más grave, apuntan a un "credit crunch" (los bancos se resisten a conceder préstamos incluso a clientes fiables) difícil de combatir con solo bajas del tipo de interés. Y ante el enorme déficit presupuestario estadounidense medidas fiscales no parecen posibles.

En realidad tanto Alemania como los EE.UU. y Japón parecen creer que las cotizaciones actuales de sus respectivas monedas están poco más o menos en el nivel justo. En especial el gobierno norteamericano espera, y no le falta razón para ello, que la presente baja de dólar reducirá considerablemente su déficit corriente e incluso podría hacerlo desaparecer en un plazo más o menos breve. Como hemos dicho antes el banco central japonés ni siquiera intervino para apoyar al dólar. Su nivel actual le conviene, ya que significa que las materias primas que Japón importa, que se cotizan en dólares, le resultarán más baratas y lo mismo pasará con el petróleo. El gobernador del Banco del Japón declaró el 14 de Febrero que no pensaba seguir el ejemplo de los EE.UU. y bajar el tipo de interés, sino que se limitará a vigilar los efectos de las subidas efectuadas, la última en Agosto. Sin embargo muchos observadores creen que el banco central está preparando una baja de los tipos. Se espera que la economía japonesa sea una de las menos inflacionarias y la que crezca más del Grupo de los Siete en 1991.

Por el contrario, se explica perfectamente la preocupación francesa, británica e italiana: un dólar barato representa una amenaza a sus exportaciones, cosa que no ocurre respecto a Alemania y sus satélites económicos. El 12,3% de las exportaciones británicas se dirige a los EE.UU., y sufrirá ante la baja del dólar. Francia, Gran Bretaña e Italia envían a países no industriales un porcentaje de sus exportaciones superior al alemán, y generalmente estos países hacen sus contratos en dólares. Francia y Gran Bretaña tienen industrias aeroespaciales muy importantes, un terreno en el que los contratos se hacen en dólares y donde la competencia es feroz.

Además la baja del dólar obligará a estos países a endurecer su política monetaria, o al menos impedirá que la ablanden, al estar sus monedas sometidas a los límites del SME. Italia ya ha tenido que aceptar un aumento del interbancario, quizás necesaria para dar credibilidad a la declaración de su ministro de Hacienda Sr. Carli de que Italia no realineará a la baja la cotización de la lira en el SME. Se empieza a hablar ya de la necesidad de elevar la cotización del DM dentro del mismo, lo que está irritando enormemente al ministro de Hacienda francés Mr. Beregovoy que se resiste enérgicamente a que el franco francés se devalúe respecto al DM. A pesar de ello, a menos que las circunstancias cambien mucho, la propia racionalidad económica parece indicar que una revaluación del DM dentro del SME es perfectamente posible a medio plazo, o quizá antes.

La resistencia francesa a permitir una devaluación de su moneda respecto al omnipotente DM es perfectamente explicable, aparte de consideraciones de prestigio -"la grandeur de la Fance"- tan cara a nuestros vecinos del Norte. Se comprende una cierta exasperación por su parte al ver que después de haber practicado una política monetaria estricta durante siete años con el consiguiente coste en términos de mayor paro, y conseguir así que su inflación se sitúe a un nivel próximo al alemán, los mercados monetarios internacionales no se fían del todo y hacen que la cotización del franco francés esté cerca del límite inferior permitido por el SME, y eso incluso con tipos de interés en general superiores a los alemanes. Para mantenerlo dentro del límite sería posible aunque no probable que las autoridades francesas se viesan obligadas a subir los tipos de interés, lo que no les conviene en absoluto. Decimos no probable por ahora porque según las últimas estadísticas publicadas el 19 de Febrero hay claros síntomas de recesión en su economía. La producción industrial francesa hasta Enero (no hay cifras posteriores) lleva cuatro meses disminuyendo: la baja fué en Diciembre pasado de 4% respecto a Noviembre y del 6% respecto a Diciembre de 1989, afectando especialmente a la industria del automóvil y a las acerías. Cualquiera que conozca un poco la administración francesa sabe que se resistirá como gato panza arriba a tomar una medida como subir el tipo de interés que pueda agravar la recesión.

El 20 de Febrero el franco francés continuaba ocupando el lugar más bajo dentro de la franja de oscilación del SME y se acercaba peligrosamente al límite inferior. Como la peseta ocupa el lugar superior en la franja su cotización respecto al franco francés determina ese límite por debajo del cual el franco francés no puede descender. Esa cotización extrema es 18,25 ptas/FF. El mismo día 20 al cierre la cotización del F llegó a 18,30, casi al límite que hubiese obligado al Banco de Francia a intervenir en el mercado.

No carece de razón la queja francesa de que con la subida decretada por el Bundesbank Alemania "chupará" capitales de Francia y demás países del SME, que Alemania necesita para financiar la reconstrucción de Alemania Oriental, su ayuda a la URSS y su participación en los gastos de la guerra del Golfo.

Para Gran Bretaña la subida del tipo de interés alemán también plantea serios problemas: el país se encuentra en una grave recesión. Para salir de ella una baja en los tipos de interés podría parecer necesaria. Sin embargo sería peligrosa, mas aún después de la subida alemana, ya que ello podría causar una baja en la cotización de la libra dentro del SME, y la libra ocupaba hasta hace poco el lugar más bajo dentro de la franja del SME. Pedir un realineamiento de la libra bajando su cotización central en el SME (1L=2,95DM) tan poco tiempo después de su entrada en él, supondría el confesar que esa entrada no ha servido para nada y que no ha dado a la política económica británica la firmeza que se esperaba. A lo mejor va a tener razón la Sra. Thatcher que se oponía a la entrada, aunque no por el motivo que ella alegaba, el mantener una soberanía nacional ficticia en el terreno monetario, sino por algo enteramente diferente: la incapacidad de conseguir el mantenimiento de una disciplina monetaria y salarial simplemente ligando la cotización de la moneda nacional a otra más fuerte.

El día 13, miércoles, continuaron los movimientos en los tipos de interés mundiales: el Banco de Inglaterra bajó su tipo básico en medio punto hasta el 13,5% y el de España bajó en 0,2 puntos el precio oficial del dinero, en concreto el interés que carga a los bancos por el dinero que les presta en las subastas decenales mediante certificados del Tesoro. Una

variación tan insignificante parece dar la razón al ministro de Economía y Hacienda cuando explicó ese movimiento diciendo que se trataba de un simple ajuste técnico para ajustar el tipo de las subastas decenales al de los préstamos día a día. Al ser estos inferiores, dijo "hemos observado que el 90% de los préstamos demandados por los bancos se iban al día a día". Los mercados de divisas aparentemente dieron la razón al ministro: el mismo día 13, tras la baja del tipo de interés español, la peseta se fortaleció frente al DM (marco alemán) subiendo de 62,80 Ptas/DM a 62,62. Sin embargo el Bankinter, controlado por el Banco de Santander, bajó el 14 de Febrero su tipo de interés preferencial en 0,25 puntos, pasando del 13,10% a 12,85%. Por lo menos en lo que respecta a este banco la baja decretada por el Banco de España significa algo más que un mero ajuste técnico.

Aunque lo que dijo el Ministro español es muy cierto, no faltó quien relacionó la baja británica con la española y se habló de una concertación de ambos bancos, muy conveniente para sus respectivas economías, en especial para la británica. En efecto, como el día 13 la peseta ocupaba entre todas las moneda del SME el lugar más alto de la franja permitida y la libra estaba prácticamente en el límite inferior, para que la diferencia entre ambas no excediese del ámbito máximo permitido por el SME, si el Banco de Inglaterra bajaba el tipo de interés sin que el de España hiciese lo mismo (haciendo así menos atractivas ambas monedas para el "dinero caliente", "hot money" que salta de una moneda a otra tratando de conseguir el interés más alto a corto plazo) corría el peligro de que la cotización de la libra respecto a la peseta bajase por debajo del límite máximo permitido por el SME. Según este razonamiento el Banco de Inglaterra no podía rebajar su tipo de interés si no lo hacía el Banco de España, magnífica ocasión para que un auténtico patriota español diga con júbilo que somos tan importantes en Europa y nuestra economía está tan bien dirigida que estamos jugando el papel de un Busdesbank pequeñito respecto a los ingleses.

Esas sospechas de que había habido un acuerdo hispano-inglés eran ciertas: el viernes 8 de Febrero el Primer Ministro inglés reunido con su canciller del Echequer, equivalente a nuestro ministro de Economía y Hacienda decidieron bajar el tipo de interés básico. El canciller del Echequer se entrevistó con D. Mariano Rubio gobernador del Banco de España al encontrarse los dos en Basilea el lunes 11 y martes 12 con ocasión de la reunión periódica de gobernadores de Bancos Centrales que organiza el Banco de Pagos Internacionales sito en esa ciudad suiza. En una de esas declaraciones pintorescas a las que son tan aficionados los británicos, un alto funcionario británico declaró sin pestañear que no podía decirse que las medidas británica y española habían sido "estrictamente" coordinadas. El acuerdo sirvió para algo, al menos por el momento: la peseta perdió terreno frente a la libra.

El canciller del Echequer, al explicar su acción ante el Parlamento dijo que la reducción estaba justificada por la baja en la inflación británica de un 9,3% en Diciembre a un 9,0% en Enero y reafirmó su firme intención de mantener la libra en el SME al tipo central actual de 2,95DM a pesar de que la oposición laborista y un sector importante de la derecha extrema del partido conservador lo consideraban demasiado elevado. El Banco de Inglaterra ha añadido que había que descartar una baja adicional del tipo de interés en breve plazo, y para confirmarlo prestó 600 millones de libras al mercado monetario a un 13,5% en vez de al tipo ligeramente inferior que era de esperar. De todos modos muchos observadores creen que el 19 de Marzo cuando el Gobierno dé a conocer el próximo presupuesto, se anunciará al mismo tiempo una nueva baja del tipo de interés.

La baja fué bien recibida en los mercados de divisas: paradójicamente el día 15 de Febrero al libra abandonó el lugar más bajo dentro de la franja de oscilación permitida por el SME, siendo sustituida por el franco francés. Sin embargo la medida ha sido criticada por el "Financial Times" que aunque la estima justificada cree que aparece ante el público como una concesión populista para no perder las elecciones futuras, y añade irónicamente: "la aceptación española de bajar su tipo de interés ha puesto la hoja de parra de la respetabilidad internacional sobre la decisión del canciller del Echequer de bajar el británico".

Analistas reputados creen que la baja del 0,2% en el tipo español es solo un primer paso que pronto será seguido por otros hasta llegar a una baja significativa. Así el periódico "Cinco Días" decía: "el Banco de España inicia la bajada del tipo de interés".

En contra de esta opinión está el hecho de que los indicadores económicos de Enero son inquietantes, apuntando a un consumo desbordado: grandes aumentos en las importaciones, en las ventas de los grandes almacenes y en las licitaciones de Obras Públicas, y sería por tanto muy arriesgado el seguir bajando los tipos de interés. A esto podría objetarse que los pocos indicadores de Febrero de que disponemos apuntan a una situación completamente diferente, en concreto a una baja considerable en el consumo, lo que hace pensar que debido al pánico de las amas de casa ante la guerra del Golfo (pánico completamente disparatado que da una bien pobre idea de la calidad de información de la televisión, la radio y los periódicos españoles) que se precipitaron a los almacenes y compraron de todo lo que se les puso por delante, las cifras de Enero no son tan representativas y este año en vez de una cuesta de Enero tenemos un cuesta de Febrero.

El gobernador del Banco de España, D. Mariano Rubio en su comparecencia ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso el 19 de Febrero declaró que la baja del 0,2% en la subasta decenal de Certificados del Tesoro ha repercutido en el mercado: el tipo de interés del mercado monetario a un año y el de los pagarés de empresa han disminuído en medio punto.

No acabaron aquí los movimientos en los tipos de interés: aunque el interbancario a un año en España remontó muy ligeramene al día siguiente, 20 de Febrero, llegando a 14,45% (estaba la víspera a 14,40%), el 21 bajó 0,25 puntos y lo mismo ocurrió con los depósitos a seis meses. Esto indica que el mercado está convencido de que los tipos van a seguir bajando, si no enseguida al menos a medio o medio-corto plazo, compartiendo la opinión de "Cinco Días" que se hace cada vez más verosímil.

Hubo eventos adicionales que reforzaron esta opinión: el mismo día 21 el Tesoro francés bajó el tipo marginal en las subastas de bonos a dos y cinco años hasta un 9,29% (estaba a 10,21%). Afortunadamente esa medida no hizo que la peseta excediera el límite máximo de apreciación respecto al franco francés que ocupa el lugar más bajo en la banda del SME entre todas las divisas que en él participan. Si se hubiese excedido la peseta habría sobrepasado el límite superior de oscilación permitido por el SME, lo que hubiese obligado a las autoridades españolas, bien a bajar el tipo de interés, bien a intervenir en el mercado cambiario comprando francos franceses (lo que hubiese aumentado la cantidad de pesetas en circulación), ambas medidas claramente perjudiciales en la lucha contra la inflación.

El propio D. Mariano Rubio ha reconocido que la decisión de bajar los tipos en un 0,20% estaba relacionada con la necesidad de evitar que la peseta "se salga por arriba" de la banda de fluctuación permitida por el SME. Con la baja de interés francesa el peligro de que eso ocurra subsiste, lo que refuerza la opinión de los que creen que la baja en los tipos españoles va a continuar.

Esta opinión parece compartida por el mercado cambiario británico: el día 21 se rumoreó en Londres que el tipo de interés español iba a bajar de nuevo, lo que permitiría a las autoridades británicas bajar el suyo. Aunque el rumor se desmintió, una de las más importantes "building societies" (bancos hipotecarios) británicas, la Halifax Building Society, bajó ligeramente el tipo de interés de las hipotecas que concede. En consecuencia continúa el optimismo en aquella plaza sobre una muy posible baja de los tipos británicos, incluso antes de que se anuncie el presupuesto estatal próximo el 19 de Marzo.

La peseta continúa pues siendo el "ancla" que determina de hecho hasta que cota pueden bajar las cotizaciones de la libra y del franco francés, una situación paradójica y que no carece de desventajas para la autoridad monetaria española, que desearía poder fijar los tipos de interés fundándose en consideraciones internas.

En suma, si el entorno exterior continúa siendo favorable, si se llega en España a un pacto de competitividad que asegure más o menos la moderación salarial y una reinversión suficiente de los beneficios de las empresas, continuará la baja de los tipos de interés en nuestro país.

REFORMA DE LA LEGISLACION BANCARIA NORTEAMERICANA

Norteamérica es el país de las paradojas. Junto a sectores muy bien regulados como el de productos farmacéuticos, con una protección estricta de la salud del consumidor, hay otros como el de la banca en los que una legislación obsoleta les impide funcionar como debieran. Especialmente en momentos de recesión económica como el presente esa legislación anticuada puede causar graves daños a la economía, como se está viendo en la crisis de las cooperativas de crédito, de la que nos ocuparemos en el epígrafe siguiente, y en la crisis bancaria norteamericana que ha empezado a ser crítica en Nueva Inglaterra, de la que tratamos en este epígrafe. El Secretario del Tesoro (equivalente a nuestro ministro de Economía y Hacienda), Sr. Brady, ha dado a conocer el 5 de febrero un plan de reforma legal elaborado por su departamento que considera indispensable para vencer la crisis, titulado "Modernización del sistema financiero" y que, si todo sale bien, se concretará en una serie de leyes aprobadas por el Congreso de los EE.UU.

La legislación equivoacada actualmente en vigor tiene una larga historia: es una consecuencia de la crisis de 1929 y de la oleada de quiebras de bancos que fué su factor principal, quiebras que llevaron a la convicción del Congreso norteamericano que un sistema de competencia ilimitada como el que entonces regía no era apropiado para una actividad económica como la bancaria, o mejor dicho la de aceptar depósitos, que tiene bastantes características de servicio público, ya que una oleada de quiebras de bancos como la que se produjo entonces repercutió en toda la economía causando daños enormes. Por ello se estableció un sistema de seguro de depósitos a cargo de la Federal Deposit Insurance

Corporation (FDIC) para proteger a los pequeños y medianos depositantes, que actualmente asegura depósitos de hasta 100.000 \$ por persona y banco, y se promulgaron la McFadden Act, limitando la actividad de los bancos al estado en que tienen su sede, y la Glass-Steagall Act, que establece una separación estricta entre bancos de depósito y bancos de negocios impidiendo a los unos entrar en el negocio de los otros.

Ahora bien, la característica quizá más importante de la evolución en Norteamérica del negocio bancario en las últimas décadas ha sido lo que impropiaemente se viene llamando en castellano "securitización" (trasposición literal y errónea de la correspondiente palabra inglesa; debería llamarse titulización) que consiste en que los prestatarios de importancia "cortocircuitan" a los bancos emitiendo títulos de reconocimiento de deuda que son adquiridos por los ahorradores con lo que la función típicamente bancaria, la intermediación entre ahorradores e inversores, desaparece. Los bancos al ver desaparecer gran parte de su negocio se han metido en operaciones cada vez más arriesgadas, financiando OPAs, compras de las acciones de una sociedad por sus gerentes (los llamados "management buy outs"), operaciones inmobiliarias muy atrevidas y otras semejantes. Mientras que la economía norteamericana estaba boyante esas operaciones daban buenos beneficios, pero al llegar la recesión actual han causado graves pérdidas en muchos bancos e incluso quiebras de los más arriesgados tan frecuentes que ponen en peligro el sistema financiero del país. El caso más sonado ha sido el del Bank of New England, el segundo más importante de esa región, que el 7 de enero último ha tenido que ser rescatado por la FDIC para evitar un pánico entre los depositantes que hubiese podido extenderse a los demás bancos de la zona. Si el Bank of New England hubiese podido diversificar su riesgo concediendo préstamos en otros estados a través de sus agencias en vez de verse obligado a limitar su negocio al estado de Massachussets en cuya capital, Boston, tiene su sede, a lo mejor hubiese podido evitar la quiebra, aunque esto no es seguro ni mucho menos: su director hasta hace poco, Mr. Walter Connolly, se había hecho famoso por su ambición y agresividad que le impulsaba a comprar bancos y conceder préstamos inmobiliarios sin fijarse demasiado en la solvencia de ambos. Cuando como ocurre siempre en estos casos, acabó el "boom" de la construcción y muchos locales de oficinas construidos alegremente quedaron sin alquilar en Boston, el banco se vió en apuros muy serios de los que no pudo salir. De todos modos el hecho de que la McFadden Act prohíba abrir agencias en otros estados impidiendo así el diversificar el riesgo, es un factor que evidentemente contribuyó a aumentar las dificultades del Bank of New England que causaron su caída. Análogamente la Glass-Steagall Act, al establecer la distinción entre bancos de depósito y bancos de negocios, produce el mismo efecto de dificultar la diversificación del riesgo. Así dos leyes encaminadas a dar más seguridad al negocio bancario se han convertido en factores de inseguridad, produciendo exactamente lo contrario de lo que se proponía el legislador, aunque como no podía ser menos los Bancos norteamericanos han encontrado trucos para evadir al menos en parte, la prohibición de la McFadden Act. Igualmente el propio Federal Reserva ha suavizado en algunos casos las prohibiciones de la Glass-Steagall Act. Aún así, por culpa de estas limitaciones artificiales los bancos norteamericanos no han podido asumir el papel estabilizador de, por ejemplo, los bancos alemanes o los japoneses, que con su participación en las empresas gracias a fuertes paquetes de acciones y a los miembros de los respectivos consejos de administración de las mismas que como consecuencia pueden nombrar, planean el futuro de ellas a medio y largo plazo sin dejarse seducir por consideraciones de rentabilidad inmediata, como a veces es el caso de los bancos estadounidenses, no porque los gerentes de estos últimos sean menos inteligentes o más atolondrados, sino simplemente porque a diferencia de los alemanes o

japoneses no tienen un interés directo en la prosperidad y pervivencia de las empresas que al revés que en el caso alemán y japonés no controlan en parte. El reproche que se hace a los bancos norteamericanos de fijar su atención sólo en el corto plazo es pues cierto, pero no por culpa suya. La legislación norteamericana impide así la existencia de esos bancos a escala mundial como el Deutsche Bank, Industrial Bank of Japan o Crédit Suisse, que distribuyen su riesgo en empresas y países del mundo entero y que reciben la calificación más alta -triple A- en Moody's y demás agencias calificadoras de inversiones. Por culpa de esta estrecha regulación los bancos norteamericanos han perdido ventaja competitiva frente a los europeos y japoneses. Hace 20 años entre los 30 bancos mayores del mundo medidos por cuantía de depósitos figuraban 9 bancos norteamericanos, que además ocupaban los tres primeros puestos; hoy sólo hay uno entre esos 30, y desde luego no en el primer lugar.

La garantía de reembolso de los depósitos en caso de quiebra que asegura la FDIC ha tenido también efectos aberrantes, ya que ha hecho más fácil el que los bancos emprendiesen operaciones arriesgadas. Sin ese seguro los gerentes de los bancos arriesgados corrían el peligro de que los depositantes, si se enteraban, retirasen sus depósitos. Con el seguro los depositantes pueden dormir tranquilos y dejar que el banco siga arriesgándose, tanto más cuanto que de hecho la garantía no se limita a 100.000\$ sino que cubre todo el depósito, no sólo gracias a operaciones de los "brokers" que distribuyen depósitos superiores a esa cuantía entre varios bancos, sino incluso por la propia acción del FDIC que para evitar el pánico ha pagado el depósito entero en todos los casos en que ha intervenido.

La necesidad de una reforma legal urgente era evidente después de que la FDIC se hiciera cargo del Bank of New England el pasado 7 de enero, lo que hacía temer que muchos bancos que como ese se habían metido en operaciones arriesgadas quebrasen también. Cuatro quebraron en la primera semana del año. Antes de Navidad la FDIC, que veía lo que se le venía encima, pidió al Congreso fondos adicionales para poder pagar los depósitos hasta (teóricamente) 100.000 \$ de los bancos que quebrasen en 1991. Según sus cálculos esperaban recibir en 1991 unos 5.000 millones de \$ en premios del seguro, que pagan los bancos asegurados, mientras que calculaba que tendría que pagar en ese año unos 10.000 millones. Sólo el salvamento del Bank of New England ha costado ya 2.300 millones. El agujero para 1991 tendrá que cubrirse subiendo el premio del seguro o acudiendo al presupuesto, que ya tiene un enorme déficit que sin duda aumentará por la guerra del Golfo.

Para hacerse una idea del grado de deterioro de la solidez de los bancos norteamericanos baste señalar que hace 10 años la agencia calificadora de inversiones Standard & Poor concedía su calificación máxima, triple A, a quince bancos del país. Hoy sólo la concede a J.P. Morgan.

La idea básica de la reforma que propone Mr. Brady es suprimir las limitaciones de la McFadden y la Glass-Steagall Acts y conceder facultades a los bancos según el capital de que dispongan para hacer frente a sus obligaciones en caso de apuro. Así los bancos, o mejor dicho "holdings" financieros (como explicamos más adelante) con más capital además de recibir depósitos, podrán, mediante filiales, dedicarse al negocio del seguro, de sociedades de valores, de fondos de inversión y otros semejantes. Recíprocamente las grandes compañías industriales podrán igualmente mediante filiales, dedicarse al negocio bancario.

En concreto las limitaciones establecidas por las dos "Acts" citadas desaparecerán en un plazo de tres años. Se permitirá la creación de "holdings" de servicios financieros que mediante filiales capitalizadas separadamente podrán ejercitar todas las actividades recién citadas (banca, seguros, fondos de inversión, etc). Un elemento fundamental de la propuesta es la creación de "tabiques estancos" entre esas filiales para evitar que unas financien a las otras en perjuicio de sus propios clientes, un peligro evidente pero muy difícil de evitar incluso mediante el legalismo minucioso a que son tan aficionados los norteamericanos y que sin duda presidirá el texto definitivo de la ley en cuestión.

Los "Holdings" se dividirán en 5 categorías, según la cuantía de su capital. Sólo los más grandes podrán dedicarse a todas las actividades citadas.

Desaparecerá la actual confusión y multiplicidad de organismos oficiales de supervisión de actividades bancarias (ahora hay cinco). Una nueva agencia, dependiente del Departamento del Tesoro, equivalente a nuestro Ministerio de Economía y Hacienda, se encargará de la supervisión de bancos y "holdings" de ámbito nacional. La de bancos de ámbito estatal (que en los EE.UU. quiere decir los autorizados por cada estado, no por las agencias federales de Washington) correrá a cargo del Federal Reserve, al que no hacía ninguna gracia el tener que dedicarse a la ingrata tarea anterior.

El proyecto de Mr Brady hace también un débil intento de suprimir los abusos en el seguro actual de depósitos, que hacen que inversores "cucos" es decir, los más grandes y mejor informados, se salten a la torera el límite de 100.000 \$ de depósito por persona y banco actualmente asegurado por la FDIC. Así se prohíben los depósitos múltiples efectuados por "brokers" por cuenta de inversores profesionales, mediante los cuales la protección del seguro por la FDIC se extiende de hecho a la cuantía total del depósito, por grande que ésta sea. El límite continúa siendo de 100.000 \$ por persona y banco, un nivel muy elevado, y se completa con el seguro por la FDIC de las llamadas "cuentas de jubilación" igualmente hasta 100.000\$.

Los premios de seguro que pagan los bancos se fijarán según el volumen de capital de los mismos, es decir, los más capitalizados pagarán menos. Debido a las dificultades actuales de los bancos la FDIC no tendrá capital suficiente para pagar el seguro de depósito en los bancos que verosimilmente pueden quebrar en el futuro próximo. Su recapitalización correrá a cargo de los propios bancos, no del presupuesto federal. El plan Brady no dice como se conseguirán los fondos precisos, aunque un proyecto preparado por las principales asociaciones bancarias, entre ellas la mayor, la American Bankers Association y la que agrupa los bancos locales y pequeños, la Independant Bankers Association, propone que para ello la FDIC emita bonos por 10.000 millones de \$ que comprarían los bancos pagándolos mediante un recargo especial sobre todos los activos bancarios. Desde luego, cuando se discuta el plan en el Congreso es seguro que el Congreso se va a mostrar muy reacio a que el presupuesto federal cargue con este gasto; los diputados y senadores ya están suficientemente escarmentados por el enorme gasto que va a suponer para aquél el rescate de los "Savings & Loans" (cooperativas de crédito) de las que nos ocupamos en el epígrafe siguiente.

Es imposible predecir ahora la suerte que correrá el plan Brady en el Congreso. Es probable que sufra serias modificaciones que bien pudieran privarle de gran parte de su

eficacia. Es bien sabido el enorme poder que tienen en el Congreso los "lobbies" que defienden intereses determinados, y que muchas veces han impedido la aprobación de leyes que beneficiarían a la población en su conjunto pero que perjudicarían al grupo que el lobby defiende. El lobby de las compañías de seguros y el de los pequeños banqueros locales (que forman la Independent Bankers Association antes mencionada) son poderosos y harán todo lo posible para que los grupos que representan no se vean perjudicados, como pasaría si el proyecto Brady se aprueba en su forma actual. Hay observadores reputados que se muestran sumamente pesimistas sobre las probabilidades que el plan Brady tiene de quedar más o menos incólume tras su paso por el Senado y la Cámara de Representantes. Esperemos que se equivoquen. Un plan pseudo-Brady, castrado y desprovisto de su eficacia, significaría que los bancos norteamericanos van a seguir en la peligrosa situación actual, lo que supone un peligro no sólo para la economía de los EE.UU. sino para la de todo el mundo.

La administración federal se propone presentar proyectos de ley detallados en aplicación del plan Brady antes de que acabe Febrero. Los comités del Senado y de la Cámara de Representantes trabajarán sobre ellos con frecuentes "hearings" (sesiones públicas en las que el comité en cuestión escucha a los expertos que convoca y los alegatos de los "lobbies" interesados) hasta Abril. La redacción en serie de las leyes no se cree pueda comenzar hasta el verano.

Una cosa parece segura: los senadores y diputados se van a mostrar muy reacios a aprobar algo que suponga desregulación de la actividad bancaria, escarmentados como están ante el desastre de las "Savings & Loans" (al que nos referiremos enseguida) causado en parte por una desregulación excesiva. Lo que hoy necesita la actividad bancaria norteamericana en su conjunto es el tipo de desregulación propuesto por Mr. Brady implícito en la abolición de las leyes McFadden y Glass-Steagall. Esperemos que se imponga la racionalidad y el plan Brady pase por ambas cámaras sin sufrir demasiados desperfectos.

CRISIS EN LAS SAVINGS & LOANS ASSOCIATIONS DE NORTEAMERICA.

Uno de los aspectos más inquietantes de la crisis bancaria estadounidense es la que afecta a las Savings & Loans Associations (S & L), en castellano cooperativas de crédito, crisis que puede costar cantidades enormes al presupuesto federal y en último término al contribuyente. Se habla de más de 164.000 millones de \$, y algunos pesimistas consideran esta cifra demasiado baja. Ello aumentaría aún más el déficit presupuestario, ya recargado por la guerra del Golfo.

Para comprender la crisis es preciso remontarse al principio de los años 80. Hasta entonces las S & L eran instituciones locales que recibían en sus cartillas los pequeños ahorros de los labradores y artesanos y con ellos financiaban la maquinaria agrícola sencilla de otros labradores, las herramientas del carpintero y albañil del pueblo, el ajuar de los recién casados, etc. Análogamente las S & L limitaban su actividad al ámbito local y poco más. Estaban sometidas a límites muy estrictos fijados por la ley respecto a las actividades que podían emprender: les estaba prohibido pagar más de un 5% de interés a sus depositarios y sólo podían invertir su pasivo en hipotecas sobre viviendas a tipos de interés fijos salvo algunas excepciones poco importantes. Eran el negocio seguro por excelencia: los márgenes de ganancia eran pequeños, pero no podían quebrar.

Al final de los años 70 la inflación superior al 10% y los elevados tipos de interés impuestos por el Federal Reserve Bank para dominarla pusieron a las S & L en una situación imposible. Los inversores, se dieron cuenta de que podían ganar más del doble si retiraban sus ahorros de las S & L y los dirigían a los fondos de inversión (instituciones que invierten su pasivo en títulos a corto plazo de gran liquidez emitidos por el estado o instituciones muy seguras), sin perder por ello la capacidad de retirarlos cuando quisieran, la gran ventaja de las S & L. El Congreso de los EE.UU. tenía que hacer algo para impedir el derrumbe de las S & L: suprimió el límite máximo de 5% que éstas podían pagar a sus depositarios y las permitió invertir su pasivo en hipotecas a interés variable y en préstamos comerciales y a consumidores. Se trataba de una manifestación más de la doctrina de desregulación económica preconizada por muchos economistas, que sin duda ha sido beneficiosa en muchos campos de la actividad económica pero que puede ser peligrosa, como se ha visto, si se lleva a extremos exagerados.

Al amparo de la nueva legislación las S & L elevaron sus intereses pasivos y dejaron de perder depósitos, pero como no podía ser menos el remedio fué peor que la enfermedad: la mayoría de sus activos eran hipotecas sobre viviendas a interés fijo bastante bajo, mientras que debían pagar intereses altos a sus pasivos so pena de perderlos. En suma, que sufrían pérdidas. En 1981 el 85% de las S & L con el 92% de los activos totales estaban en esa situación. El único medio para remediarla y evitar la quiebra era conseguir activos más remuneradores, y, por tanto, más peligrosos e inseguros: hipotecas sobre locales comerciales, préstamos personales, con frecuencia a gentes arriesgadas y los famosos "junk bonds", los bonos basura, emitidos por sociedades predatorias para financiar sus OPAs. Ahora bien, las gentes dispuestas a pagar intereses altos suelen ser gente arriesgada que con frecuencia quiebra. Ya se está viendo que los bonos basura fueron muchas veces emitidos por gentes de esa categoría.

A esto hay que añadir que los gerentes de las S & L eran muchas veces gentes conservadoras y poco sofisticadas, que no entendían de negocios fuera del ámbito local restringido al que estaban acostumbrados. Para ajustarse a las nuevas condiciones muchas veces contrataron expertos con títulos académicos deslumbrantes o que conocían gente importante (uno de ellos el hijo del presidente Bush, actualmente en serias dificultades) para que les aconsejasen en el difícil terreno en que no tenían más remedio que operar. Por desgracia, a veces esos expertos, reales o supuestos, no sólo aconsejaron mal sino que no eran demasiado honrados: se están descubriendo bastantes fraudes o al menos operaciones dudosas que van a tener ocupados durante años a los tribunales. Mientras la economía norteamericana seguía boyante los bonos basura se seguían pagando y los empresarios arriesgados no quebraban; las S & L iban saliendo más o menos del paso. Pero al empezar la recesión empezaron a multiplicarse las quiebras hasta llegar a la desastrosa situación actual.

Los depósitos en las S & L disfrutaban de un seguro a cargo de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) que antes era de hasta 40.000 \$ y que fué aumentado con la desregulación (1980 y 82) hasta 100.000.

Hay que tener en cuenta además, como dijimos en el epígrafe anterior, que en la reciente operación de rescate del Bank of New England la FDIC, supuestamente para evitar el pánico entre los depositantes, pagará los depósitos en su totalidad sin límite alguno. Es de

esperar que con los depositantes en las S & L insolventes pase lo mismo. Hasta el fin de 1989 se calculaba que estaban en situación de insolvencia 517 S & L con unos activos totales de 283.000 millones de \$, incobrables en un 58%.

Se calcula que el salvamento de las S & L insolventes costará este año 1990 unos 80.000 millones de \$, igual que lo que se cree va a costar la guerra del Golfo si dura hasta el verano. El Secretario del Tesoro norteamericano Mr. Brady acaba de pedir urgentemente al Congreso que apruebe un gasto adicional de 30.000 millones en el año fiscal en curso (hasta el fin de septiembre) para cubrir los gastos de clausurar y vender 225 S & L insolventes. El FDIC va a pedir otros 50.000 millones para lo mismo. El coste total de la operación según Mr. Brady podría ser de entre 90 y 130.000 millones de \$, calculados en precios de 1989 y sin contar los intereses, es decir, en realidad mucho más a precios corrientes. Evidentemente, Mr. Brady no quería asustar a los congresistas. Si el Congreso retrasa su aprobación de esos fondos adicionales las S & L insolventes seguirán funcionando y perdiendo dinero con lo que el rescate resultaría más caro. Un retraso de tres meses supondría entre 750 y 850 millones más. Ya el retraso del Congreso en aprobar nuevos fondos hace tres meses costó al contribuyente entre 250 y 300 millones, lo que prueba una vez más la falta de agilidad (de sentido de la responsabilidad según algunos) de esta institución básica del sistema político norteamericano.

MISCELANEA

Como de costumbre acabaremos esta crónica con algunas noticias breves de interés financiero.

GRAN AUMENTO DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS EN BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO español, que en los últimos veinte días hasta el 20 de Febrero han aumentado en casi 250.000 millones de ptas. llegando a casi 200.000 millones. Este aumento es consecuencia de la desaparición de la retención fiscal en sus rendimientos cuando son propiedad de no residentes, hecho que anunciábamos en esta crónica el mes pasado. También decíamos que algunos pensaban que al anularse la ventaja comparativa a favor de los bonos matador (los únicos que hasta ahora no estaban sujetos a retención) éstos tendrían que ofrecer rendimientos más favorables que hasta ahora para poder colocarse, con el peligro de que sus emisiones disminuyesen considerablemente. De todos modos parece que hay sitio en el mercado internacional para ambas clases de títulos que podrán coexistir distribuyéndose el mercado según las condiciones, seguridad y rendimientos que ofrezcan las emisiones respectivas.

EL DEPOSITO OBLIGATORIO DEL 30% DE LOS CREDITOS EN DIVISAS SOLO SE SUPRIMIRA, según ha declarado el gobernador del Banco de España D.

Mariano Rubio ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso el 19 de Febrero, cuando ceda la extrema fortaleza de la peseta y ésta se aleje del límite máximo fijado por el SME, una decisión lógica ya que la supresión podría provocar una demanda masiva de pesetas que empujase su cotización por encima de ese límite. Según el Gobernador para decidir esa supresión no será necesario esperar a que los tipos de interés bajen sensiblemente, lo que tardará más tiempo en producirse.

LOS DEPOSITOS EN LAS CAJAS DE AHORROS CRECIERON EN 1990 SOLO UN POCO MAS DE LA MITAD DE LO QUE HABIAN CRECIDO EN 1989, que a su vez fue 4 puntos menos de lo que habían crecido en 1988, con lo que parece perder velocidad la tendencia de años anteriores de ir las Cajas apoderándose paulatinamente de un porcentaje cada vez mayor de los depósitos totales del sistema financiero en detrimento de los bancos. Parece que esto se debe a la introducción por los bancos de cuentas de alta remuneración, las supercuentas, sin que las Cajas siguiesen su ejemplo.

SE RALENTIZA FUERTEMENTE EL CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LA BANCA ESPAÑOLA, como resulta de los balances de la misma recientemente publicados. En 1988 aumentaron en un 47,08%, en 1989 en 28,86%, es decir en algo más que la mitad del porcentaje del año anterior, y en 1990 solo en 8,24%, un tercio del porcentaje del año anterior. El gobernador del Banco de España D. Mariano Rubio ha quitado importancia a este evento diciendo que es lógico que unos años ganen más y otros menos. Esta desaceleración se debe al aumento de costes financieros de la banca causado por la guerra de las supercuentas, al aumentar los deudores morosos como consecuencia del enfriamiento de la economía lo que ha obligado a aumentar fuertemente las dotaciones para morosos e impagados, y a la necesidad de hacer las provisiones para cubrir las minusvalías de las carteras de los bancos causadas por la baja en las cotizaciones bursátiles consecuencia de la guerra del Golfo y del citado enfriamiento de la economía.

EL BANCO POPULAR CONTINUA SIENDO EL MAS RENTABLE de los seis grandes bancos españoles, rentabilidad medida por beneficios antes de impuestos dividido por activos totales medios. En cabeza va el Banco Popular con una rentabilidad del 2,94% y le siguen el Santander con un 1,76%, el BBV con un 1,68%, el Hispano con un 1,53%, el Central con un 1,50% y por fin el Banesto con un 1,37%.

La ventaja del Popular según su Secretario General Técnico, se debe a haber concentrado su atención en el negocio bancario ya que apenas tiene cartera industrial, lo que ha hecho que no se haya visto demasiado afectado por la desaceleración de la economía ni por la guerra del Golfo, y a su actitud cautelosa en la guerra de las supercuentas que ha hecho que sus costes financieros hayan aumentado menos que los de los otros bancos.

EL BANCO DE SANTANDER DESMIENTE QUE VAYA A LANZAR UNA OPA sobre otro banco español según ciertos rumores alimentados por el hecho de que ha acumulado 200.000 millones de recursos líquidos, cantidad muy elevada que según algunos observadores solo puede explicarse considerándola como un "tesoro de guerra" para

emprender una OPA. Su presidente en la reciente Junta General añadió sin embargo que si surgía la oportunidad de alguna adquisición, la examinaría.

LOS ANTIGUOS PROPIETARIOS DE LOS BANCOS PORTUGUESES EXPROPIADOS RECLAMAN SUS DERECHOS. La "revolución de los claveles" en el país vecino nacionalizó la banca en 1974-76. El actual gobierno portugués decidió en 1986 reprivatizarla. Los antiguos propietarios expropiados reclaman que se les conceda un derecho preferente a comprar las acciones de sus antiguos bancos cuando éstas se vendan en subasta como prevé el plan de privatización, o alternativamente que se les indemnice en dinero. Alegan que en realidad los bancos fueron confiscados, ya que se les indemnizó solamente el 10% de su valor real, con pagos parciales durante 28 años. Citan como ejemplo el Banco Português do Atlântico que el gobierno va a vender fijando un precio para empezar la subasta más de diez veces superior al que pagó a los propietarios. La indemnización en dinero supondría según la Confederación de Industria Portuguesa (CIP) 1,6 billones de escudos (1\$. = 130esc.), una carga que el presupuesto nacional evidentemente no podría suportar.

Los propietarios han acudido a los tribunales nacionales en defensa de sus derechos y anuncian que lo harán también ante el Tribunal de Derechos Humanos de Estrasburgo. Estas demandas judiciales ponen al gobierno portugués en una situación difícil. Es muy posible que los eventuales compradores se retraigan por miedo a que los tribunales den la razón a los antiguos propietarios y anulen la venta. Están teniendo lugar delicadas negociaciones entre el gobierno y los propietarios para salir del atasco.