

ECONOMIA INTERNACIONAL

---

- . Interrogantes en la situación financiera internacional
- . Dos informes sobre el crash bursátil norteamericano
  - Informe Brady: Toda la verdad sobre el gran crash  
Artículo aparecido en Mundo Económico el 25 de enero de 1988.
  - El Informe Brady en la prensa internacional.
  - The Wall Street: el Informe SEC  
Artículo publicado en The Wall Street Journal -  
Herald Tribune.
- . El proyecto de directiva del Consejo de la C.E. sobre fondos propios de las entidades de crédito.



INTERROGANTES EN LA SITUACION FINANCIERA INTERNACIONAL

El panorama financiero internacional está claramente dominado por las dudas e incertidumbres derivadas del crash bursátil iniciado el pasado 19 de octubre. Una situación que, como alguien señalaba recientemente, tal vez no sea apocalíptica, pero que ha sido crudamente percibida por las economías occidentales marcando, de una parte, la inevitable interconexión entre los aspectos financieros y reales y, transmitiendo, de otra, un duro aviso sobre los riesgos derivados de un excesivo crecimiento de las operaciones especulativas en los mercados de valores.

La relativa mejora que en fechas recientes han experimentado en sus índices de cotización algunas bolsas internacionales -en particular la de Nueva York- no ha sido suficiente para producir una sustancial recuperación de los mercados/ y ello por tres motivos fundamentales:

a) El propio impacto de la crisis bursátil padecida que ha generado a través de las pérdidas de capital realizadas -efecto riqueza- un marco económico de estancamiento aún más pronunciado que el que ya se vislumbraba para el conjunto de países de la OCDE - antes de la fecha clave de 19 de Octubre de 1987. - Todas las economías han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento, lo que no parece el mejor caldo de cultivo para una actividad floreciente en los mercados de capitales.

b) La crisis ha inducido un clima de desconfianza - ante las posibilidades de una recuperación de los mercados de valores. En general las nuevas emisiones se han reducido sustancialmente -en una lógica/

actitud de "wait and see"- las reprivatizaciones - de empresas públicas proyectadas en algunos países aguardan una mejor oportunidad para practicarse, la contratación de acciones se ha reducido prácticamente a la mitad en la Bolsa de Nueva York y es perceptible una emigración de los fondos hacia el mercado más seguro -por ahora- de valores de renta fija, ante la actitud dubitativa sobre el éxito de las políticas de reducción de los tipos de interés.

c) Actitud bajista en los inversores, acompañada - de una fuerte atonía en la actividad bursátil, como fruto de la cautela de los inversores institucionales, la retirada masiva de los inversores individuales y la menor apetencia de los inversores extranjeros hacia la realización de operaciones especulativas.

En Estados Unidos, en los últimos cinco meses de - 1987, las ventas de participaciones en fondos de inversión mobiliaria, se han reducido desde los 6.500 millones de dólares que representaban en agosto a - menos de la mitad a final de año.

#### ¿Qué sucedió en la Bolsa de Nueva York el 19 de octubre?.

Al día siguiente del crash bursátil, el Presidente Reagan encomendó al ex-senador republicano Nicholas F. Brady, actual Presidente de la multinacional Dillon Read, la dirección de un grupo de trabajo que explicara las causas de la crisis y recomendara posibles vías para evitar su repetición/ en el futuro.

Dos meses más tarde, el denominado Informe Brady vio la luz y fiel al mandato recibido, contiene una detallada y minuciosa información sobre los antecedentes y desarrollo del

crash bursátil de la que el lector de este número de Cuadernos encontrará una síntesis en la nota titulada "Informe - Brady: Toda la verdad sobre el gran crack" publicada en la revista italiana Mondo Economico.

Una mezcla de fenómenos reales -fundamentalmente - asociados al déficit comercial norteamericano- y monetarios, protagonizados por la caída de la cotización del dólar en los mercados internacionales y la elevación de los tipos de interés a medio y largo plazo, condujeron a una caída inicial en el índice bursátil que se generalizaría posteriormente por la acción de un número relativamente reducido de inversores institucionales y operadores especulativos, cuyas ventas masivas tratando de cubrirse de ulteriores caídas de las cotizaciones, se verían facilitadas y acopladas por los medios informáticos disponibles.

El Informe Brady contiene también un conjunto de recomendaciones -que, por ahora, no parece que vayan a traducirse en normas o medidas concretas- que tratan fundamentalmente de superar el marco inicial de los mercados de valores, concebidos para la actuación de los inversores individuales, tratando de ajustarlo a la realidad actual en el que el peso de la inversión institucional es muy fuerte.

Cuatro fundamentales recomendaciones se contienen en el Informe Brady:

1º) Incrementar el control y la coordinación entre los diferentes elementos institucionales del mercado de valores.

2º) Coordinar -y limitar en el curso de una sesión- las oscilaciones en las cotizaciones en los diferentes mercados para reducir los movimientos especulativos.

3º) Potenciar los mecanismos destinados a dificultar los movimientos negativos, una vez que estos se ini cian, definiéndolos previamente y generalizando su/ aplicación en todos los mercados.

4º) Encomendar al Sistema de la Reserva Federal la supervisión de las operaciones en los mercados de/ valores.

La acogida de las recomendaciones del Informe Brady en los medios financieros, e incluso académicos, no ha sido precisamente cálida. Se le ha acusado de superficialidad en su análisis y, sobre todo, entre los operadores de los mercados bursátiles, dentro y fuera de Estados Unidos, se ven con/ temor las limitaciones a la libertad de fluctuación de las co tizaciones que el Informe sugiere y se discute la convenien-- cia de una supervisión adicional encomendada al Sistema de Re serva Federal.

Otro Informe, mas voluminoso, y con una mayor calidad técnica coincide en lo sustancial con el análisis de la - crisis bursátil ofrecida por el grupo de trabajo encabezado - por Nicholas Brady: el realizado por la SEC (Securities and - Exchange Commission), aunque por razones obvias de competencia institucional rechaza cualquier supervisión adicional del mer cado de valores a la ejercida por la propia SEC.

Los comentaristas del Informe de la SEC, han desta - cado el interés de la parte del mismo dedicada a analizar la mecánica operatoria y la influencia sobre la crisis de las - operaciones de futuros sobre índices de acciones (stock-index futures), que permiten a los inversores, con un reducido - desembolso al contado, apostar por el sentido en que evolucio nará el mercado global de acciones, medida por alguno de los índices de cotización convencionales. De hecho la prolifera-- ción de este tipo de operaciones se han convertido en las Bol

sas americanas en un elemento clave sobre la evolución del mercado, incluso en mayor medida que la negociación de las propias acciones.

Sin duda, los informes realizados y la propia crisis bursátil han permitido tener hoy un conocimiento más preciso del mercado de valores, de su funcionamiento y de sus deficiencias institucionales pero naturalmente, sólo el curso futuro de los acontecimientos y la voluntad reformadora de las autoridades -que no parece muy firme- podrá despejar en el futuro esta primera incertidumbre del panorama financiero mundial, aunque los datos recientes parecen señalar una moderada tendencia alcista como fruto del aumento de arbitrajes/ en los mercados de futuros y en la creencia de que en los Estados Unidos se producirá una reducción de los tipos de interés.

#### A vueltas con la cotización del dólar.

Entre los interrogantes más significativos que se ciernen en la actualidad sobre la situación financiera internacional, continúa ocupando un destacado papel, el tema de la evolución de la cotización del dólar, sobre la que los organismos internacionales, como la OCDE, se abstienen prudentemente de hacer especulaciones.

Las preguntas fundamentales son: ¿ha llegado la cotización del dolar, en su caída, al punto final? ¿Cual debería ser la cotización justa del dólar en la actualidad? Pero, sobre esos interrogantes existen una multiplicidad de respuestas que evidencian opiniones muy distintas sobre el curso deseable de la divisa americana. El ministro de Hacienda británico piensa que el curso de la cotización del dólar en los últimos años lo ha conducido a una situación de subvaloración relativa respecto a las monedas de otros países. Por el contrario el Profesor Dornbush del prestigioso MIT sostiene la necesidad de una reducción adicional de la cotización del dó

lar frente al marco o al yen de un 20% ó 30%. En estas condiciones tal vez lo más sensato, tal como recordaba recientemente Philip Stephens desde las páginas del Financial Times, sea la postura del primer ministro japonés, Taheshita, que a la pregunta sobre cual es la cotización justa del dolar, responde invariablemente, en un alarde de impasibilidad y sabiduría oriental: "sólo Dios lo sabe".

Muchos economistas han sostenido con gran tradición histórica que los tipos de cambio de las monedas debería manifestar en su evolución, partiendo de una situación inicial - de equilibrio, la paridad en el poder de compra de las diferentes monedas. Las variaciones en los tipos de cambio serían, de esa forma, un reflejo de las evoluciones relativas de los niveles de precios interiores.

La diversidad de estructuras económicas y de tasas/ de crecimiento, junto con el hecho que caracteriza a las economías actuales, esto es, la presencia de importantes desequilibrios, mina las bases estrictas para la determinación del tipo de cambio sobre la paridad de las capacidades adquisitivas. No es por ello sorprendente que algunos cálculos realizados en este sentido, muestren -con un considerable irrealismo- que la cotización del dólar está un 30% por debajo de lo que le correspondería, en relación con el marco o el yen.

La pregunta con sentido es si el tipo de cambio del dólar ha alcanzado el nivel suficiente para colaborar a la reducción del actual déficit de la Balanza de Pagos americana en su cuenta de renta, hasta posiciones que puedan considerarse aceptables. Pero naturalmente esto implica una reflexión - sobre las causas del déficit exterior norteamericano y su importancia relativa. Según los estudios realizados en la prestigiosa Brookings Institution, las dos terceras partes del déficit comercial de USA, pueden ser atribuidas a la subida del dólar en la primera mitad de esta década. La otra tercera par

te tiene unos factores de responsabilidad más complejos asociados a las diferentes tasas de crecimiento económico -mayor en los Estados Unidos que en otros países- la crisis de la deuda de los países latinoamericanos, la rápida industrialización y voracidad exportadora de países como Corea y Taiwan. Pero también los estudios de la Brookings se encargan de mostrar que en la base de los diferentes ritmos de expansión y de la apreciación del dólar se encuentra la existencia de un déficit público creciente en Norteamérica que se confronta con una baja tasa de ahorro privado.

Parece pues, en suma, previsible una reducción adicional de la cotización del dólar que contribuya al equilibrio comercial de los Estados Unidos, restituyendo la necesaria competitividad a su estructura productiva de cara a la exportación. Pese a la mejora experimentada en los últimos meses, no se olvide que el déficit comercial americano aún se situaba a finales del pasado año en 171.200 millones de dólares. Lo que también parece claro, sin embargo, es que dada la complejidad de factores que están en la base del déficit/comercial americano, serán precisas además otras acciones diversas para colaborar al logro de un nuevo equilibrio. Acciones que pasan necesariamente por una política fiscal más restrictiva y un crecimiento más rápido de otras economías fuertes como la de Japón y Alemania.

En todo caso, la relativa debilidad del dólar, aviva y renueva las tradicionales polémicas y debates sobre la estructuración adecuada del sistema monetario internacional y muchos estudiosos del tema se preguntan, como lo hacía desde las páginas de Le Monde el ministro francés de Economía y Hacienda Edouard Balladur, si el sistema monetario internacional puede seguir reposando sobre un patrón de referencia que, como el dólar, es una moneda nacional y sometida por tanto a las vicisitudes económicas de un país y a las decisiones de sus gobiernos.

La construcción de un nuevo orden monetario internacional -recuerda Balladur- debería cumplir, al menos, tres condiciones básicas:

1a) El sistema debe ser fácilmente comprensible para los responsables políticos y la opinión pública en general.

2a) Las reglas monetarias deben estar relacionadas con las señales que emita el mercado en cada momento.

3a) Debe entrañar un mecanismo de corrección automática de los desequilibrios.

#### La construcción del mercado común financiero.

La Comunidad Europea, desde la firma del Tratado de Roma ha ido caminando con cierta lentitud hacia la construcción de un mercado financiero común aunque, por obvias razones, el esfuerzo comunitario fundamental se ha centrado en los aspectos relativos a la libre circulación de mercancías entre los países miembros. El plan de actuación contenido en el Libro Blanco del Mercado Interior y la modificación de los tratados constitutivos que comprende el Acta Unica Europea, propician la construcción de un mercado único europeo en 1992. En este sentido, la Comisión está acelerando las actuaciones/necesarias para establecer un espacio económico europeo unificado con libre prestación de servicios financieros.

Así, hay que destacar como un paso importante el acuerdo logrado en la reunión extraordinaria del Consejo Europeo del pasado 13 de febrero, sobre aspectos vitales para el futuro de la Comunidad, tales como los propios recursos comunitarios, el gasto asociado a la política agrícola común y, sobre todo, el tema de los fondos estructurales que se manifiestan en ayudas destinadas prioritariamente a los -

países menos desarrollados de la Comunidad.

En el terreno financiero y particularmente de las/instituciones de crédito, la diversidad de legislaciones nacionales y la complejidad del problema hace que el camino de la armonización financiera se esté recorriendo con lentitud/ y proyecte dudas sobre su consecución en el período previsto, salvo una intensificación en el ritmo de la nueva normativa/comunitaria.

En efecto, hasta ahora la normativa comunitaria sobre el sistema bancario ha sido muy limitada y ha tratado - fundamentalmente de instaurar respecto a las entidades de - crédito los principios de libertad de establecimiento y de/armonización y coordinación y, en ese sentido las tres directivas básicas emanadas de la Comisión han sido las siguien--tes:

- a) La directiva de 23 de junio de 1973 que establece el criterio de no discrecionalidad que obliga a la fijación de normas objetivas para acceder a la/ profesión de banquero y el de no discriminación - que obliga a un trato igual a las entidades comunitarias y a las nacionales.
- b) La directiva de 12 de septiembre de 1977 que establece normas de autorización de establecimientos, apertura de sucursales, supervisión, coeficientes/ de liquidez y garantía y mecanismos de colaboración entre autoridades.
- c) La directiva de 12 de junio de 1983 que establece normas para el control de las entidades de cré-dito sobre una base consolidada.

Como fruto de la reanimación de la idea comunitaria que está tras la firma del Acta Unica Europea, el 8 de diciembr

bre de 1986 se aprobaba otra directiva relativa a las cuentas anuales consolidadas de las entidades financieras.

Un aspecto fundamental en los trabajos actuales de la Comisión, es el relativo a la armonización del concepto de fondos propios, en las entidades de crédito, que ya en 1986 produjo una propuesta de directiva que ha sido modificada a comienzos del presente año y remitida nuevamente al Consejo.

El interés del tema para las entidades financieras en general y para las Cajas de Ahorro en particular, nos ha inclinado a incluir su texto modificado en este número de Cuadernos de Información Económica. Las modificaciones propuestas en el nuevo texto, tratan de acomodar su contenido a los resultados del Informe elaborado en el seno del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Informe Cook) y presentado en diciembre de 1987.

El objetivo del Informe Cook es doble: de una parte elaborar un plan encaminado al fortalecimiento de los recursos de capital de los bancos que operan internacionalmente; de otra propiciar algún tipo de convergencia entre las normas de los diferentes países en la convicción de que la actual disparidad es una fuente de desigualdad competitiva entre los distintos países. El Informe contiene una definición de fondos propios, un sistema de ponderación de riesgos y establece una norma tentativa sobre el valor mínimo del coeficiente de recursos propios y una sugerencia de actuación en el período transitorio contemplado que va desde finales de 1987 a 1992.

El cuadro siguiente sintetiza la posición del Informe respecto al nivel de recursos propios y su adaptación en los próximos años.

Por otra parte, la Comisión de la Comunidad ha elaborado un nuevo proyecto de directiva conocida como segun

PROPUESTA DEL INFORME COOK SOBRE EL COEFICIENTE PONDERADO DE  
RECURSOS PROPIOS SOBRE ACTIVOS DE RIESGO

	<u>Período inicial</u>	<u>Final de 1990</u>	<u>Final de 1992</u>
1. Nivel mínimo	El existente a final de 1987. Sugerencia mínima: 5%.	7,25	8,0%
2. Núcleo de capital (mínimo) (Capital + reservas declaradas).	50% de 1	50% de 1	50% de 1
3. Recursos suplementarios que se autoriza a incluir en el núcleo de capital(máximo)(1).	25% de 2	10% de 2	Ninguno
4. Recursos suplementarios adicionales(max.)	100% de 2	100% de 2	100% de 2
5. Límite de reservas generales para insolvencia dentro de los recursos suplementarios	Sin límite	1,5 puntos porcentuales (excepcionalmente 2 puntos).	1,25 puntos porcentuales (excepcionalmente y transitoriamente 2 puntos).
6. Límite de la deuda a plazo subordinada dentro de los recursos suplementarios.	Sin límite	Sin límite	50% de 2

(1) Los recursos suplementarios incluyen reservas no declaradas, reservas por revalorizaciones contables, provisiones generales para insolvencia y deuda subordinada a plazo.

da directiva de regulación bancaria, sobre coordinación de establecimientos de crédito, cuya aprobación está prevista para mediados de 1989 que trata de avanzar un nuevo paso en la línea liberalizadora y cuya principal aportación es la consagración del principio de "país de origen" según el cual, una entidad de crédito autorizada en cualquier país miembro de la Comunidad, puede operar libremente en los restantes estados miembros, abriendo oficinas y sucursales y sometida únicamente a la regulación existente en su país de origen.

Una norma que de aprobarse será un estímulo adicional al marco de fuerte competencia que cabe esperar en los próximos años en los diferentes mercados financieros.