

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

---

## CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**CONFIDENCIAL  
RESERVADO**

ENTRE LA CRISIS BURSATIL Y  
LA RECESION ECONOMICA.

Cuaderno n° 8    Noviembre 1987



Fundación Fondo  
para la  
Investigación  
Económica y Social

Obra Social  
de la Confederación  
Española  
de Cajas de Ahorros

Ejemplar núm. 10





ENTRE LA CRISIS BURSÁTIL Y  
LA RECESION ECONOMICA.

---

Cuaderno n° 8    Noviembre 1987

SUMARIO

- Presentación
- Entre la crisis bursátil y  
la recesión económica
- Las Letras del Tesoro
- Informe Revel sobre concentración  
bancaria en España
- EL GRAFICO DEL MES



## PRESENTACION

Este número de "Cuadernos de Información Económica" pretende ofrecer un conjunto de trabajos que responden a una línea de exigente actualidad. Se inician con un bloque que bajo el título "Entre la crisis bursátil y la recesión económica" trata de presentar el panorama económico que se ha definido tras la crisis bursátil del 19 de octubre de Wall Street. Una crisis importante y simultáneamente registrada en todas las Bolsas de valores, como testimonio de su indiscutible internacionalización. En esa primera parte de este número de "Cuadernos", el lector encontrará un trabajo de la redacción de "PAPELES" escrito precisamente bajo el título que da su nombre a todo ese primer bloque. El trabajo "Entre la crisis bursátil y la recesión económica" realiza un balance de urgencia sobre las partidas que definen la situación económica actual en los países occidentales. A este trabajo sigue una selección de opiniones de destacados economistas que pretenden valorar la circunstancia presente y su tratamiento por la política económica. Esta parte del número de "Cuadernos" se cierra con el trabajo "Auge y caída de las Bolsas españolas" en el que se recoge la marcha de los acontecimientos bursátiles en nuestro país, se valoran sus posibles consecuencias y se resumen las principales opiniones expresadas al respecto.

Contar la situación actual del mercado de Letras del Tesoro y del sistema de Anotaciones en Cuenta, valorando sus principales aspectos es el propósito del trabajo que sobre el sistema financiero incluyen siempre los números de "Cuadernos".

Las dimensiones de las instituciones financieras y la necesidad de sus fusiones de cara al mercado libre en el que

se situarán en el año 92, ha constituido un tema que, pese a su importancia, no ha contado con buena prensa y una opinión claramente favorable en nuestro país. Las cosas han comenzado a cambiar recientemente, como atestigua la opinión del Gobernador del Banco de España que ha concedido en declaraciones recientes un gran relieve e importancia a esta cuestión de cara a los duros años que aguardan a nuestras instituciones financieras en el inmediato futuro. El "Informe" recientemente realizado por Jack Revell para "The Institute for European Finance" bajo el expresivo título "Mergers and the role of large banks". El análisis de Revell, bien discutible por sus datos de partida y por las valoraciones que contiene, cuenta sin embargo con la virtud de avanzar un conjunto de opiniones sobre un tema importante, opiniones que deberían debatirse en profundidad por los intérpretes de nuestro proceso financiero. Como información interesante para conocer los términos en que Revel plantea el problema, ofrecemos el capítulo final de su informe en el que se recogen las conclusiones de su trabajo y cuyo contenido consideramos interesará a nuestros lectores para formar sus propias opiniones frente a un tema tan importante.

El número de "Cuadernos" contienen asimismo las habituales secciones de "Instantánea Económica" y "Gráfico del Mes", esta vez dedicados al nivel de ahorro y a la recuperación de la inversión en España.

ENTRE LA CRISIS BURSÁTIL Y LA RECESION  
ECONOMICA

- Introducción
- Opiniones: W.W. ROSTOW: "Todos juntos podemos evitar la catástrofe".  
Henry KAUFMANN: "Se olvidaron los avisos y la historia".  
J. PETERSON: "El crash: La opinión del Profesor Drucker".  
THE ECONOMIST: "Cómo evitar la recesión"
- Algunos aspectos de la crisis bursátil y la situación económica.
- Auge y caída de las Bolsas españolas.



ENTRE LA CRISIS BURSATIL Y LA  
RECESION





## INTRODUCCION

La economía mundial vive desde el 19 de octubre pasado una nueva y preocupante etapa. La brusca caída de las cotizaciones de Wall Street abrió en ese día una cadena de acontecimientos que aún no han finalizado y cuya explicación además de combinar factores bursátiles reclama ir más allá -al campo de la economía y a los desequilibrios que la afectan- para buscar sus causas más profundas. Este viaje de la crisis bursátil a los desequilibrios de la economía mundial que están detrás de la caída de las cotizaciones no concluye con la simple constatación de un hecho -la caída de las Bolsas- y de sus factores explicativos. Continúa más allá pues la estación siguiente a la crisis y a los desequilibrios de la economía mundial pudiera ser la de la llegada de una gran depresión que todos tememos y muchos anuncian. Ese anuncio explica que esos dos acontecimientos -la crisis bursátil y la depresión- hayan provocado la aparición de numerosas opiniones, diagnósticos y terapias que tratan de evitar que, tal como sucedió en el pasado, en que la crisis bursátil de 1.929 precedió a la depresión de los años 30, vuelva a repetirse ahora que la crisis bursátil de 1.987 anuncie la gran depresión de 1.988.

El conjunto de opiniones que se ofrecen seguidamente tratan de referirse a ese conjunto de acontecimientos económicos que definen el presente. El trabajo inicial -escrito por la redacción de "PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA"- y bajo el título "Entre la crisis bursátil y la depresión mundial" pretende resumir los principales factores económicos que están detrás de la crisis bursátil y que pueden empujar al mundo a una nueva depresión económica así como destacar aquellas actuaciones que pueden prevenir la llegada de ésta.

*Tras este trabajo se ofrecen un núcleo de opiniones obtenidas de una atenta lectura de la prensa extranjera especializada con cuya ayuda el lector puede valorar mejor lo sucedido o propuesto en tres escenarios diferentes:*

- 1a. En el de la crisis bursátil en el que se analizan sus causas y sus principales mensajes.*
- 2a. En el de los factores que definen los desequilibrios de la economía mundial y su evolución reciente.*
- 3a. En el de las alternativas disponibles para prevenir una futura depresión y el conjunto de las principales medidas propuestas.*

## ENTRE LA CRISIS BURSÁTIL Y LA RECESSION

### El contenido de una profecía.

En 1.985 el Institute for International Economics de Washington bajo la dirección de C.Fred Bergsten publicaba la obra "Deficits and the dollar: the world economic at risk". La obra era fruto de una meditación profunda de Stephen Marris, un economista británico que había realizado su carrera profesional en la OCDE a partir de 1.956 y que había trabajado como asesor económico del Secretario General de la organización desde 1.975 hasta 1.983.

El propósito de la obra era realizar una predicción sobre el futuro de la economía mundial. Una predicción que el autor temía no fuera escuchada. Por este motivo aparecía bajo el lema de lo que él afirmaba ser un viejo proverbio árabe: "Quien predice el porvenir miente, incluso cuando dice la verdad". Marris no se equivocó. Las tesis de su obra -difundidas en el ambiente optimista generado por la expansión de la economía mundial de aquel entonces- estaban condenadas, por su profundo pesimismo, a no encontrar destinatario, al menos un destinatario con poder sobre los acontecimientos para cambiarlos. Dicho de otro modo: los políticos no iban a escuchar lo que Marris les decía.

Y bien, ¿cuáles eran los mensajes contenidos en la obra de Marris?. Tres fundamentalmente:

- 1º. El primero era una descripción en forma de diagnóstico de las bases que sostenían la prosperidad económica estadounidense y mundial. Para Marris la recuperación de la economía mundial desde 1.982 estaba basada en unos

desequilibrios graves y crecientes que aseguraban su peligroso final en una depresión económica tanto más profunda y grave cuanto más se dilatasen las medidas para atajar esos desequilibrios. En efecto, la recuperación económica que se inició en los países industriales en 1.982 partió del alza espectacular del dólar y de la expansión del gasto interno americano (de consumo e inversión), expansión forzada por su política fiscal (reducción impositiva de 1.981 y aumento de los gastos, en especial los gastos sociales y de defensa nacional). Fueron esos dos acontecimientos -el alza del dólar y la animación del gasto interno por la política fiscal- los que al abrir las puertas del mercado estadounidense a los bienes y servicios de los distintos productos occidentales permitieron iniciar la recuperación de esas economías por la vía del aumento de las exportaciones y la contribución del sector exterior al desarrollo de la producción interna.

La contrapartida de esa recuperación económica occidental la ofreció el déficit creciente de la balanza de pagos de Estados Unidos que recogía, en última instancia, la fuerza de su demanda interna de importaciones y la pérdida de la capacidad competitiva de las exportaciones americanas. El déficit creciente de la balanza de pagos americana se contraponía a los superávits de la C.E.E., Japón y otros países. Superávits generados, en última instancia, por el desbordamiento de la demanda interna estadounidense. El motor poderoso que tiraba de la demanda interna norteamericana fue, sin duda, como antes se indicó el sector público, cuyo déficit ha alcanzado una continuidad en el tiempo y unos niveles antes ignorados en etapas de paz.

Esos desequilibrios de la balanza de pagos y del sector público fueron financiados por la entrada de capitales del exterior. Las entradas de capitales de los países occidentales hacia los Estados Unidos batieron todos los récords imaginables siendo sus motivaciones iniciales escandalosamente evidentes: elevados tipos de interés sostenidos por un sector público que debía financiar un déficit creciente en mercados de ahorro cortos de recursos propios (el reducido nivel del ahorro interno estadounidense); alza constante en la cotización del dólar que aseguraba un reembolso del préstamo con plusvalía del tipo de cambio; inversión alternativa rentable en un mercado de valores al alza y, finalmente, existencia de una prima de seguridad política que los mercados han concedido al dólar como moneda refugio. Debe acentuarse la importancia que en la creciente cotización del dólar ejerció la elevación de los tipos reales de interés americanos, elevación derivada de la existencia de unos déficits públicos elevados actuales y futuros, unos déficits públicos que se registraban en un entorno monetario riguroso -la política monetaria de Volcker- concebido para impedir el retorno de una inflación aguda.

- 2a. Esos tres desequilibrios -el de la balanza de pagos por cuenta corriente, el del sector público y el de la inversión y ahorro estadounidenses- no podían prolongarse indefinidamente en el tiempo sin acusar sus consecuencias sobre la cotización del dólar. Inevitablemente, el dólar tendería a caer presionado por dos fuerzas: el déficit del intercambio de mercancías y servicios y el progresivo endeudamiento exterior del sector público estadounidense al que obligaba la cadena de deficit presupuestarios que se preveían para el futuro. Esas dos fuerzas íntimamente enlazadas entre sí componían

dos balanzas acusadamente deficitaria: la de mercancías y servicios -alimentada por un gasto interno creciente- y la de capitales, pues la cadena de déficit públicos americanos y su financiación por el ahorro de otros países iba convirtiendo a Estados Unidos en un país deudor neto con el exterior, posición deudora en la que no había estado a lo largo del presente siglo. Sostener la cotización elevada del dólar en estas circunstancias era imposible pues obligaba a pagar intereses reales crecientes por el ahorro externo que, a su vez, aumentaban la carga de su deuda, haciendo a ésta explosiva. La caída del dólar resultaba así inexorable.

Esa inexorable caída del dólar podía programarse y realizarse suavemente o por el contrario producirse súbitamente ("hard landing": aterrizaje brutal). En este último caso, sus consecuencias revestirían una importancia difícil de exagerar pues esa caída súbita y sin control del dólar provocaría una convulsión de los flujos financieros de la economía mundial, un efecto inflacionista interno de enormes proporciones sobre la economía estadounidense que exigiría un reajuste restrictivo con efectos imprevisibles y un deterioro en la capacidad competitiva de las exportaciones de Japón y de la C.E.E. con la recesión correspondiente de estas economías.

30. Para facilitar la salida de esa situación y evitar ese temido aterrizaje brutal del dólar, resultaba decisivo emprender un conjunto de actuaciones complejas y coordinadas. En primer lugar, era preciso iniciar una desescalada del dólar que restableciera un tipo de cambio que posibilitara las exportaciones estadounidenses (gravemente dañadas por el dólar caro y que levantaban

peligrosas protestas proteccionistas) y que limitara al mismo tiempo las importaciones. El segundo punto de apoyo de la operación residía en la reducción del déficit presupuestario. Sin una desaceleración de la demanda interna de Estados Unidos el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente no se reduciría dado que la demanda interna americana estaba sostenida por un déficit público de proporciones desbordadas. Finalmente, era necesario coordinar las políticas económicas de los países occidentales. Alemania y Japón deberían estimular su gasto interno con medidas de política monetaria y fiscal expansivas con el fin de compensar la fuerza que iría perdiendo la demanda interna americana como impulsora del desarrollo económico occidental. Si estas tres condiciones no se cumplían se arriesgaba que la cotización del dólar iniciara un peligroso deslizamiento que podía conducir al mundo a una nueva depresión. Estas tres condiciones no eran fáciles de cumplir sino muy exigentes como iba a demostrar elocuentemente la marcha posterior de los acontecimientos.

### La marcha peligrosa de la economía mundial desde 1.985.

Los acontecimientos han tendido a desarrollarse desde que Marris lanzó su predicción de forma peligrosa. No se han cumplido suficientemente las condiciones para un aterrizaje suave del dólar: ni su tipo de cambio se ha depreciado suficientemente para lograr unos mejores resultados de la balanza de pagos entre 1.985 y octubre de 1.987, ni el déficit público americano ha logrado reducirse en la cuantía precisa, ni la coordinación de las políticas económicas occiden-



tales conseguía variar la actitud pasiva de Alemania y Japón. A falta del cumplimiento de esas tres condiciones, los desequilibrios de la economía mundial se han agudizado, manifestándose en última instancia, en la crisis de la Bolsa de Nueva York el 19 de octubre y amenazando con el peligro de una seria recesión mundial.

Un peligro cierto que no desaparecerá mientras no se cumplan las condiciones que determinan los desequilibrios actuales de la economía mundial.

Tratemos de repasar con más detenimiento la evolución de estos hechos que están hoy determinando el curso de los acontecimientos en el mundo occidental.

A principios de 1.985 el dólar alcanzaba ya una cotización insostenible. No era posible mantener el dólar a 3.3 marcos y 250 yens más que al coste prohibitivo de producir una balanza de pagos por cuenta corriente deficitaria de más del 3% del PIB estadounidense. Una balanza deficitaria que precisaba de un crecimiento continuo del endeudamiento exterior que resultaba crecientemente difícil de financiar. A principios de 1.985 esos hechos fueron evidentes para los inversores que financiaban el déficit exterior de Estados Unidos, que deberían vender sus activos en dólares antes de que se iniciara su inevitable caída. El miedo a las pérdidas eventuales de los activos en dólares sustituyó al optimismo de los años anteriores y las ventas en dólares comenzaron a realizarse en los mercados de cambios, iniciándose con ellas la caída de sus cotizaciones. El dólar perdió, además, desde ese mismo año el baluarte que había sido el gran atractivo para impulsar su cotización: los elevados tipos reales de interés que iniciaron su descenso como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más flexible y la desa-

celeración del propio crecimiento económico norteamericano. Tras seis meses del descenso del dólar en los mercados de cambios, llegó -en septiembre del 85- el acuerdo del Grupo de los 5 en el Hotel Plaza de Nueva York que apoyaba la caída concertada del dólar. Para algunos observadores agudos, la importancia de ese acuerdo se ha exagerado en exceso, pues si bien es cierto que Japón alteró su política monetaria elevando como debía los tipos de interés con vistas a incrementar el valor del yen, contribuyendo así a un mejor equilibrio mundial, para Alemania el acuerdo careció de contenido e incluso el propio Japón abandonó pronto su actuación compensatoria. De esta forma, el descenso del dólar no sufrió la caída precisa que debería haberse registrado por esa actuación programada del Grupo de los 5.

A falta de un éxito de esa acción concertada, la fuerza impulsora de la baja del dólar fueron de nuevo las actuaciones de los inversores que al vender la divisa norteamericana en los mercados de cambios redujeron entre febrero de 1.985 y diciembre del 86, en un 30/35% el valor del dólar. Esta caída -como antes se afirmó- resultaba insuficiente para corregir el déficit comercial y éste persistió durante el año 86 y comienzos del 87, necesitando una cantidad importante de ahorro externo. El déficit con el que se liquidó la balanza de pagos en el ejercicio del 86 mostraba con claridad ya las dos fuerzas que estaban en el horizonte y que reclamaban con urgencia una caída mayor del dólar. Estas eran, de una parte, la continuidad del déficit comercial y por otra, el crecimiento explosivo de la deuda exterior. La balanza de pagos americana y su componente de inversión atravesó -en ese ejercicio- la línea histórica de convertir a Estados Unidos en un país deudor, abandonando su carácter de gran acreedor con el que se había comportado a lo largo de este siglo. El peso futuro de la devolución de los intereses y

de los principales de la deuda que Estados Unidos había contraído forzaba a obtener un superávit de la balanza comercial en los años venideros y este superávit exigía obviamente un tipo de cambio mejor que el que Estados Unidos tenía para apoyar el conjunto de las exportaciones y limitar sus crecientes importaciones. Resultaba ya obvio a finales del 86 que mientras no se redujera el déficit de la balanza de pagos, esos desequilibrios de la balanza de pagos americana anunciarían ulteriores caídas en la cotización del dólar.

Dado que el éxito de los acuerdos del Plaza fue -como antes se dijo- bien limitado, se pensó de nuevo en la necesidad de insistir en una coordinación de las políticas económicas que tendiese a reducir programadamente el valor del dólar y en la medida de lo posible, a expansionar la demanda interna de Japón y de Alemania. Ese fue el propósito de los acuerdos firmados en el Louvre en febrero de 1.986. Pero si el éxito de la acción concertada no se había logrado con los acuerdos del Plaza, tampoco los acuerdos del Louvre lograrían algo mejor. Inicialmente el dólar pareció estabilizarse en los niveles (secretos) pactados. Pero esa estabilización provisional del dólar estaba condenada a ser transitoria al abandonarse a las compras masivas de la divisa norteamericana por los bancos centrales del Grupo de los 5 en los mercados de cambios. La presión vendedora en éstos de dólares arrancaba del convencimiento de que a falta de actuaciones de fondo que redujeran los desequilibrios de la economía mundial, el dólar continuaría inevitablemente su caída. Mes a mes los mercados de cambios han ido siguiendo en el año actual las liquidaciones de la balanza comercial estadounidense, pues mientras se mantuvieran sus déficit, éstos anunciarían que los problemas del desequilibrio de la economía mundial no se habían resuelto y a falta de esa solución el dólar continuaría su caída libre, con la consiguiente amenaza de una futura recesión.

Tres acontecimientos iban a cambiar el panorama desde el comienzo de este otoño. El primero, la subida de los tipos de interés americanos que cerraban una fase presidida por sus descensos constantes, subida que anunciaba las dificultades para sostener el dólar en sus cotizaciones, reclamando la ayuda del ahorro exterior. Esta subida de los tipos de interés americanos fue secundada, contra lo que exigía una política de coordinación económica, por una corrección al alza de los tipos de interés de Alemania Occidental, segundo acontecimiento que ensombrecía el panorama internacional. El tercer acontecimiento fue la adversa liquidación de la balanza comercial de Estados Unidos en el mes de agosto que registraba un déficit mayor del esperado. Estos tres acontecimientos iban a producir la noticia del año 87: el "lunes negro" del 19 de octubre en el que la Bolsa de valores de Nueva York registraría la mayor caída de su historia.

### **La crisis bursátil de Wall Street.**

El mundo de las Bolsas de valores había vivido el proceso de recuperación de la economía mundial traduciéndolo con su habitual sentido de la exageración. El divorcio creciente de los valores financieros con respecto a los reales de la economía había alcanzado, en vísperas de la crisis bursátil, magnitudes sin precedentes. La internacionalización de las Bolsas de valores y los procesos de desregulación y securitización concedían a ese divorcio un eco y consecuencias extraordinarios. Las cotizaciones bursátiles batieron, pese a ello, sus records en todos los mercados en un proceso que parecía no tener fin. Sin embargo, y apoyándose en los techos alcanzados por las cotizaciones y en los tres acontecimientos antes destacados las fuerzas "bajistas" del mercado consiguieron imponerse el 19 de octubre.

Está claro, en efecto, que esos tres motivos afectaban de lleno al nivel de las cotizaciones. La elevación en los tipos de interés en Estados Unidos no era compatible con la elevación de los cambios de los valores de renta variable por tres razones bien elementales: 1) La mayor remuneración de las inversiones financieras alternativas en obligaciones y préstamos respecto de las inversiones en acciones. 2) El mayor coste en que deberían incurrir los inversores que solicitaban los créditos para su inversión en compra de acciones. 3) Por el aumento del coste de las empresas que encarecían (y dificultaba así) los procesos de inversión real. A estas tres razones se añadía el hecho obvio de que el alza de los tipos reales de interés americanos avisaba de las dificultades de continuar sosteniendo un déficit comercial y un déficit público y que reducir estos déficit como sería necesario, llevaría a Estados Unidos a detener su proceso de expansión económica con las obvias consecuencias sobre la cotización de los valores financieros.

El déficit de la balanza comercial de Estados Unidos de agosto constituyó la segunda noticia precursora de la caída bursátil. Su importancia es destacada por todos los analistas pues de nuevo recordaba el límite de la expansión de la economía real. La falta, por otra parte, de cooperación de la economía de Alemania Occidental agudizó más aún los problemas de continuidad del crecimiento económico occidental y, a falta de éste, el crecimiento de las cotizaciones bursátiles carecía, obviamente, de sentido.

Apoyándose en esas bases que manifestaban el divorcio alcanzado entre la economía real y financiera, el triunfo de los "bajistas" fue espectacular, derrumbando las cotizaciones de Wall Street en cuantía sin precedente histórico como antes se ha indicado.

El mercado bursátil iba a imponer así su lógica inexorable, obligando a los políticos a practicar los ajustes que se habían considerado necesarios una y otra vez por los técnicos (y que estaban presentes en los consejos de Marris) pero a los que no se había atendido suficientemente.

Por otra parte, esa caída de la bolsa anunciaba la entrada de la economía occidental en una nueva etapa presidida por los fundados temores de una futura recesión económica.

### Entre la crisis bursátil y la recesión económica.

Descifrar los mensajes de la crisis bursátil y prevenir los peligros de una futura recesión económica constituyen los dos focos que han atraído a la opinión pública y a la de los expertos después del 19 de octubre. El lector encontrará -tras este trabajo- una serie de artículos que ofrecen una valoración del panorama disponible y de las medidas adoptadas y las que deberían tomarse para evitar que, así como en el pasado la crisis bursátil de 1.929 produjo la depresión de los años 30, ahora la crisis bursátil de 1.987 no origine la depresión de 1.988. Tres opiniones son de especial interés y de lectura recomendable a este respecto: la de W. Rostow, la de Kaufman y el excelente comentario de "The Economist" publicado bajo el expresivo título "¿Cómo evitar una recesión?". Todas estas opiniones y muchas otras difundidas recientemente coinciden en atribuir una importancia singular a los cuatro puntos siguientes:

- \* Aunque la situación actual sea incierta y las circunstancias que la definen cambiantes, el deslizamiento de la misma hacia una gran depresión puede contenerse si (y el

condicional es importante) se adoptan un conjunto de políticas económicas que reduzcan los desequilibrios de la economía mundial en el clima de una cooperación económica entre las distintas naciones.

- \* La crisis bursátil ha sido importante y sus efectos se han amplificado por la globalización (internacionalización) de la vida financiera y su innovación (con el uso masivo de la informática). Sin embargo, la crisis bursátil era esperada como corrección técnica de las cotizaciones bursátiles dadas sus desviaciones respecto del mundo de la economía real. Por otra parte, la crisis bursátil ha sido limitada y la crisis no ha afectado, por ahora, ni a los títulos de renta fija ni a los mercados del oro ni a los de las materias primas.
- \* Aprendiendo las lecciones de la pasada gran depresión de los años 30 no se ha creado un "hambre" de liquidez en los mercados pues ésta ha sido satisfecha por los bancos centrales, incluido el Bundesbank. Esta oferta de liquidez ha sido suficiente para evitar lo peor: un pánico por falta de liquidez que impulsó la gran depresión de los años 30, tras la crisis bursátil del 29.
- \* Que la advertencia de los mercados de valores ha sido seria y que fuerza a los políticos a actuar diligentemente y sin errores sobre las causas del desequilibrio económico mundial que se encuentran en tres escenarios en los que no caben ni dilaciones ni errores: en el del déficit público americano, en el de la cotización del dólar y en la cooperación conjunta de Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón, llamados a entenderse en un acuerdo conjunto más eficiente -por más comprometido y extenso- que los del Plaza y el Louvre.

- \* Que la crisis bursátil no ha sido en vano: su presencia impone unos costes que no son pocos al desarrollo económico inmediato de los países occidentales.

Es evidente que de cara al futuro económico, son los dos últimos puntos los que más le condicionan y, por ello, parece obligado dedicarles algunos comentarios adicionales.

### Las causas profundas de los desequilibrios de la economía mundial y sus dimensiones.

La situación económica que ha definido la crisis bursátil de octubre obliga a actuar sin dilaciones ni errores que serían ahora imperdonables sobre las causas del equilibrio económico mundial. Esas causas aparecen nitidamente definidas y se han aludido con anterioridad: el déficit público americano, la cotización del dólar, la cooperación de los países occidentales que se concreta en el reparto de papeles a las economías dominantes de Estados Unidos, Japón y Alemania Occidental. ¿Qué dimensiones tienen esos tres grandes problemas y cómo debería abordarse su planteamiento y posible solución?.

#### A) El déficit público de Estados Unidos.

En el trasfondo de la recuperación económica occidental y las posibilidades de su continuidad ha estado y está, sin duda, presente el problema del déficit público de Estados Unidos. Un problema creado por la peculiar interpretación de la "Reaganomics" que se registraría en la política fiscal a partir de 1.981. Como es bien sabido, en ese año se aprobaba la "Recovery Tax Act" que reducía drásticamente y



escalonadamente la tarifa del impuesto personal sobre la renta e indiciaba la tarifa para evitar su "progresividad en frío". Esta reforma inspirada por los llamados economistas de oferta y, fundamentalmente, por Arthur Laffer partía de una crítica demoledora de los elevados tipos de la tarifa del impuesto sobre la renta que dañaban la recaudación al afectar negativamente a los incentivos al ahorro, trabajo e inversión y con ellos al crecimiento de la renta. Se creía que resultaba posible y necesaria una reducción de los tipos impositivos de la que se esperaba conseguir ingresos públicos iguales o mayores por el estímulo de esos menores tipos de gravamen sobre el crecimiento de la renta al que se aplicaba el impuesto. Por otra parte, se consideró importante reducir los gastos públicos (bien cierto que salvados los gastos de defensa nacional cuyo aumento estaba descontado para afianzar el poder americano en el mundo). Al servicio de esta idea, el Presidente intentó seguir una estrategia peculiar consistente en introducir una Enmienda en la Constitución americana que obligase al Congreso a equilibrar anualmente el presupuesto. De esta manera, contando con iguales o ligeramente mayores ingresos públicos, la dimensión del sector público americano no aumentaría, pues la limitación de los ingresos guillotinaría la propensión al crecimiento de los gastos públicos. Esta Enmienda Constitucional obtuvo en 1.982 la necesaria mayoría de los dos tercios en el Senado pero no logró su aprobación por pocos votos en la Cámara de Representantes del Congreso. Reagan no pudo contar así con la que estimaba una garantía para la actuación presupuestaria: el equilibrio anual de ingresos y gastos públicos no financieros y la limitación de la expansión incesante del gasto público.

Lo que después ocurriría estaba descontado: con impuestos limitados y sin límite al gasto público, la presión polí-

tica y burocrática sobre éstos garantizaba su crecimiento abriendo así la era de los "megadéficit" norteamericanos. Porque no aumentaron sólo los gastos de defensa (como estaba previsto), sino sobre todo, los gastos sociales. Fue la perspectiva de una cadena de déficit públicos continuados alimentados por la fuerza incontenible del gasto público en una democracia, la que despertó muy pronto la preocupación fundada de todos los analistas de la vida económica americana porque con ese porvenir de los déficit públicos, los desequilibrios de la economía de Estados Unidos estarían asegurados. Desequilibrios del sector público, de una parte, pero desequilibrio exterior por otra, porque la expansión del gasto interno americano garantizaba una propensión a importar creciente, imposible de financiar con el desarrollo de las exportaciones.

En 1.985 la situación presupuestaria se había agravado en tales proporciones que la mayoría de los sectores de la opinión pública reclamaron medidas para su tratamiento. En el verano de ese año 85, el senador republicano y Profesor de Economía, Phil Gramm en colaboración con otros dos senadores, el republicano Warren B. Ruttman y el demócrata Ernest F. Hollings, desarrollaron una idea que cuajó en una propuesta enviada al Senado el 25 de septiembre del 85 y aprobada el 10 de octubre para limitar el incremento anual del déficit y para programar su reducción futura en años sucesivos. Tal es la Ley denominada Gramm-Ruttman-Hollings de la que se esperaba el fin gradual del déficit público americano.

El periodo elegido para esa reducción programada del déficit fué el de 1986/91. A lo largo de esta etapa y en cada año los déficit se reducirían en 36.000 millones de dólares. Con este propósito se establecían anualmente pa-

ra cada ejercicio unos topes de déficit que deberían ser respetados, siendo obligaciones del Presidente practicar aquellos recortes en los programas de gasto público, o variar los impuestos de forma que el límite prefijado a la cuantía del déficit se respetase. La reducción del gasto público necesario para conseguir la cifra programada en la reducción del déficit afectaría por igual a los gastos de defensa y al sector civil.

La ley se articuló de tal forma que la intervención de las distintas instancias del poder ejecutivo y del legislativo incumplía la Constitución. Este defecto hubo de corregirse, lo que retrasó la entrada en vigor de la Ley Gramm-Ruttman-Hollings con lo que el programa de reducción del déficit del presupuesto se dilataba en el tiempo. Por otra parte, los principios fijados a la reducción del gasto limitaban muy considerablemente su campo operativo. El reconocimiento de numerosos gastos públicos comprometidos que deberían atenderse hacían muy difícil practicar reducciones significativas del nivel del déficit público. La Ley Gramm-Ruttman-Hollings admitía que los gastos en seguridad social, los intereses de la deuda pública y "otros" gastos públicos menos importantes no sufrieran recortes a consecuencia de los programas de reducción de déficit público. Todo ello limitaba considerablemente el campo operativo de la ley. Cuando esta intentó aplicarse en el ejercicio actual, el límite al que ha llegado en la reducción del déficit se sitúa en los 23.000 millones de dólares, una cantidad a todas luces corta para conseguir el propósito de dar credibilidad a la política presupuestaria estadounidense al servicio del equilibrio de su economía.

Esta situación y las presiones exteriores de todo tipo para aumentar la cuantía de la reducción del déficit son las que

explican la actual negociación del Presidente con el Congreso para elevar la reducción programada del déficit público americano.

La política de intensificar la reducción del déficit público americano se ha enfrentado con dos dilemas distintos que condicionan su futuro.

- \* El dilema ideológico de la "Reaganomics". El Presidente Reagan ha considerado un baluarte de su política y un testigo para la historia el logro de una reducción impositiva en Estados Unidos. No ha estado dispuesto, en consecuencia, a aumentar los impuestos como vía para cerrar el bache del déficit por cuanto esa decisión atacaría frontalmente su actuación en la Casa Blanca. La importancia atribuida por Reagan a la reducción de la presión fiscal se ha manifestado con especial contundencia en sus reiteradas declaraciones: "El aumento de los impuestos solo se logrará pasando por encima de mi cadáver", ha sido su frase favorita durante mucho tiempo. Una frase que, por cierto, ha condenado el reciente premio Nobel de Economía, Robert Solow, ya que el nivel de imposición debe estar fijado por razones pragmáticas y no por motivos dogmáticos tan cerrados. Hoy Reagan dice otra cosa: "No me niego a discutir la conveniencia de una elevación de los impuestos". Con todo, cerrar el bache del déficit por la alternativa de elevar la presión fiscal, no resulta sencillo, porque pugna, como es evidente, con una de las ideas más queridas de la política de Reagan que no es fácil de modificar en el año final de su mandato.
- \* El dilema económico es el segundo de los obstáculos que se oponen al cierre del bache del déficit. El 19 de octubre, ha aumentado las posibilidades de una recesión mundial y

estas posibilidades se reforzarían -para algunas opiniones- si el Estado disminuyera la energía del déficit al disminuir con él el gasto interno de Estados Unidos. Algunos keynesianos radicales -como Robert Eisner y Paul Davidson- han coincidido con los economistas de oferta, como Paul Roberts y otros, en afirmar la conveniencia de no cerrar el bache del déficit en los momentos actuales, ya que el mal del déficit podría convertirse en bien en una etapa de caída de la actividad económica como la presente y sobre todo, la futura. Sin embargo, para otros economistas, el objetivo de cerrar el bache del déficit sigue siendo esencial. Paul Samuelson, Robert Solow y Martin Feldstein han defendido una reducción programada del déficit público americano en magnitudes tales que hagan creíble al mercado que una causa tan importante como esta del desequilibrio económico mundial comienza a ser atacada eficientemente.

Esa eficiencia requiere como prenda de credibilidad una cifra mayor, próxima a 100.000 millones de dólares en dos años (según la opinión de Stephen Marris) y en el camino de esa cifra parecen estar las negociaciones actuales entre el Presidente de Estados Unidos y el Congreso, ya que teniendo en cuenta las reducciones del gasto y los aumentos impositivos (impuesto sobre el petróleo, básicamente), la cifra hoy negociada se aproxima a los 50.000 millones de dólares para 1988.

Debe estar claro lo que el mundo se juega en esa negociación porque si el déficit presupuestario no se reduce, éste presionará sobre el déficit de la balanza comercial y este déficit, a su vez, sobre la cotización del dólar, lo que obligaría -para atraer capitales extranjeros a los Estados Unidos- a elevar los tipos de interés. Esa secuencia de acontecimientos terminaría elevando el costo del capital, lo que produci-

ría una nueva caída en la bolsa y una reducción del gasto en la inversión real, sentando así las bases de una futura depresión.

B) La cotización del dólar.

Es evidente que la caída libre del dólar constituye el gran peligro actual para una futura recesión y lo es también que una nueva y sostenida paridad del dólar -con la reducción del déficit público y la cooperación económica occidental- son piezas básicas para definir un mercado de cambios estable. Esa nueva paridad del dólar deberá realizar el gran trabajo de equilibrar los intercambios internacionales, lo que significa ante todo, reducir el déficit de la balanza de pagos de los Estados Unidos. Es ese objetivo de equilibrar los pagos internacionales, el que debe estar detrás de una nueva fijación de la paridad del dólar. Martin Feldstein ha afirmado que esa restauración del equilibrio de la balanza de pagos americana constituye el objetivo principal de la política comercial exterior norteamericana y mundial en la próxima década. Una tarea tan importante como pesada, porque, según los cálculos de Martin Feldstein, los déficits ya acumulados de la balanza de capitales de Estados Unidos son de tal magnitud como los que supone el pago durante la próxima década de 80.000 millones de dólares anuales. Estados Unidos no podrá hacer frente a esos pagos derivados de su endeudamiento, si no es contando con los superavits que le produzca la balanza comercial, de forma que la inversión del signo de esta balanza de deficitaria en superavitaria constituye una parte vital de la actuación americana en los años que vienen y a este propósito debe servir la nueva paridad del dólar.

Todo esto significa que la política de Reagan consistente en "disfrutar primero y pagar después" le va a costar a Estados

Unidos un serio esfuerzo de ajuste en la próxima década y ese serio esfuerzo de ajuste comienza con la fijación de una paridad del dólar que posibilite el éxito de su esfuerzo exportador. ¿Cual debe ser esa nueva paridad? Feldstein ha hablado de una reducción del valor del dólar del 30 % y Samuelson de un dólar= 1.5 marcos=120= Yens. La discusión de esta nueva paridad constituye la parte más delicada de las medidas que hoy necesita el tratamiento de los equilibrios de la economía mundial.

C) La cooperación de Alemania y Japón.

La tercera condición para restablecer los equilibrios de la economía mundial pasa por una actuación concertada de las políticas económicas de Japón y Alemania. Estas políticas deberían facilitar la mayor expansión de esas economías a través de actuaciones monetarias y fiscales. Esta afirmación quizás sea la más repetida por las autoridades americanas que ha encontrado eco en otros muchos países, entre ellos el nuestro, ya que, en efecto, nuestras autoridades económicas no han hecho otra cosa que insistir en los últimos días en la absoluta necesidad de restablecer esta cooperación internacional, lo que significa actuaciones y expansivas en las políticas económicas de Alemania y Japón.

La pregunta importante que hay que constestar es si ese requerimiento a una actuación expansiva solicitada hoy ampliamente de Alemania y Japón va a tener lugar: ¿pueden y quieren los dirigentes de estas dos economías acelerar e intensificar su gasto interno para contribuir al equilibrio económico internacional? Probablemente la respuesta a esta decisiva pregunta tenga que ser dividida afirmando que Japón quizás quiera pero no pueda y que Alemania decididamente pue-

de, pero no quiere practicar la política expansiva que se les pide. La impotencia de Japón para definir un liderazgo expansivo de su economía arranca de su perseverante comportamiento desde la terminación de la segunda guerra mundial. Japón ha aprendido a ganar su progreso cerrando su mercado y conquistando -con una economía casi de guerra- los mercados exteriores. Las cifras de exportación y los superavit de su balanza comercial y de pagos se han manejado como el timbre de gloria del éxito japonés en años pasados. Cambiar esa concepción del éxito económico supone alterar costumbres y valoraciones íntimamente sentidas en la sociedad japonesa. Es fácil decir que aumente el consumo y los gastos internos, que el mercado japonés se abra a los productos del exterior y que se cese en la política agresiva de los mercados exteriores, pero resulta muy difícil que las autoridades convenzan a los intérpretes de la economía japonesa para que acepten esta política. Un gran conocedor de la economía internacional, como es Lamfalussy, Director del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, transmitía recientemente su gran pesimismo respecto de este cambio solicitado de la política económica de Japón.

Por otra parte, es evidente que Japón ha dado muestras recientes de actuar en el sentido que se le pedía, al aplicar medidas expansivas de carácter fiscal y al aceptar la apreciación constante del dólar en términos de yenes. Ir mas allá de esas concesiones será algo difícil, pero desgraciadamente es algo necesario si tratamos de vencer una depresión.

El caso de Alemania es completamente diferente del de Japón. Las dificultades con las que Alemania se enfrenta para realizar esta política coordinada con las necesidades del desarrollo occidental no son de capacidad, sino de voluntad.



Las reducidas tasas de crecimiento alemán, su absoluta estabilidad de precios, el superavit de su balanza corriente, los saneados beneficios empresariales con los que cuenta y la existencia de una elevada tasa de paro, conceden a la economía alemana una oportunidad singular para aplicar políticas expansivas que movilicen el gasto mundial y permitan el ajuste de los pagos internacionales con respecto a Estados Unidos. Pero la política alemana frente a esta posibilidad y exigencia occidentales ha dado muestras inequívocas de una persistente pasividad. Variar esta situación no es algo sencillo, porque, de una parte y como acentúan todos los análisis de la economía alemana, esta pasividad de su política económica responde a creencias y actitudes firmes de su sociedad. Y por otra parte, el mecanismo y las relaciones de las instituciones financieras, dificultan definir a corto plazo un cambio de política en un sentido expansivo.

El arraigo de unas políticas que acentúan la estabilidad y no animan la expansión se encuentra, ante todo, en la estructura demográfica alemana. Alemania es un país viejo, que contempla la vida desde el punto de vista de su madurez y no desea perder el aliento tras el desarrollo de su economía que le llevaría a plantearse el problema de los desequilibrios (la temida inflación: el fantasma de los alemanes) y a que esa etapa de intensificado desarrollo forzase de nuevo las inmigraciones y, dicho con toda dureza, ese "desarrollo para turcos"-posibles inmigrantes hoy- no les gusta a los alemanes. Por otra parte, el espíritu conservador de la sociedad alemana madura se da la mano con las juventudes ecológicas presentes con la creciente representación parlamentaria de los "Verdes" en la vida política. Una facción demográfica que no desea la intensificación del desarrollo por los peligros que el mismo supone para el medio ambiente. Todo ello ha creado un sustrato social de dejar pasar la oportunidad de un desarrollo más

intenso, no considerándola como una oportunidad perdida, sino como una ganancia positiva para una vida más tranquila, más culta y menos contaminada.

Por otra parte, están las dificultades de que Alemania pueda de inmediato con las instituciones económicas con las que cuenta, practicar la política expansiva que todos los occidentales solicitan de ella. El Bundesbank es una autoridad afirmada constitucionalmente en su papel de mantener a toda costa el valor del marco y el servicio a esa estabilidad, no embarcándose en una política expansiva, está dispuesto a desempeñarlo con convicción germánica el Gobernador del Bundesbank.

A la otra arma expansiva, la política fiscal, y a las actuaciones de ella solicitadas (la reducción de los impuestos), se le oponen las dificultades de su larga tramitación, en cuanto que la intervención de los distintos poderes del Estado forman parte del proceso de reforma tributaria en Alemania. Una reforma tributaria solicitada con intensidad hoy, no solamente desde fuera, sino desde dentro de Alemania (la Comisión llamada de los Cuatro Sabios ha pedido recientemente al Gobierno Federal la anticipación de la reducción impositiva programada para 1989).

A la vista de esta situación, cabe concluir que no va a resultar sencillo obtener la cooperación internacional que tanto se solicita en la actualidad, porque esa cooperación supone, no solo cambios legislativos o administrativos: afecta a la forma de vida de dos sociedades y éstas formas de vida no se cambian en dos días, ni en dos meses, ni en dos años. Es claro, sin embargo, que si esa cooperación internacional no se obtiene, los desequilibrios económicos mundiales continuarán, y con ellos, el peligro de una recesión de la actividad económica.

Puede concluirse, por tanto, que cuando se contemplan con rigor las tres alternativas en las que se debate el drama del futuro económico occidental, las soluciones simplistas no están al alcance de la mano. Una economía mundial no se desequilibra sin causas profundas y los tres problemas que hoy mantienen los desequilibrios de la economía mundial y amenazan su futuro no constituyen consecuencias de premisas fácilmente eliminables. Son producto de actitudes y formas de vida que es tan importante como largo de cambiar.

### **Las consecuencias inmediatas de la crisis bursátil.**

La caída de las cotizaciones en las bolsas mundiales plantea el problema de valorar el coste inmediato de sus efectos sobre el desarrollo económico occidental. Hay que reconocer que los costes de esa crisis no son, desgraciadamente, reducidos. Las pérdidas de 4.000 dólares por habitante que ha significado la crisis bursátil de los Estados Unidos y las pérdidas de menor entidad, pero muy elevadas en otros países, implican que la economía mundial no va a estar en 1988 en las mismas circunstancias en que se encontraba antes del 19 de octubre.

Dos son los frentes en los cuales todas las observaciones han venido insistiendo como más importantes: 1º. La caída en el consumo privado, producto del efecto riqueza negativo, o efecto empobrecimiento que supone para las familias la pérdida de las cotizaciones de sus valores. Ciertamente que esa pérdida de riqueza ha sido potencial, pues no se había realizado, pero cierto también es que el efecto-riqueza constituye una de las variables que condicionan la propensión al consumo familiar. Ese efecto-riqueza puede revestir particular importancia en Estados Unidos, país en el que un 20 % de la riqueza de las familias se mantiene en forma de acciones. Una estimación generalizada de esos efec-

tos-riqueza ha sido la de concretar en torno a 1,5 a 2 puntos la caída del consumo de las familias. Una cifra que varía radicalmente las expectativas de crecimiento para 1988, fijadas casi en ese valor. 20. La pérdida de confianza de las empresas que puede afectar a sus expectativas de inversión. Un efecto de difícil cuantificación, pero que en todo caso, no va a ayudar a que 1988 sea un año brillante.

Esos efectos negativos e inmediatos de la crisis podrían contrarrestarse si las políticas occidentales ofreciesen un ejemplo de diligencia en el tratamiento de los problemas de fondo que antes se han expuesto. Y es aquí donde se destaca la gran incertidumbre fuente de todas las preocupaciones actuales: la pérdida de liderazgo de los Estados Unidos y su incapacidad de definir una política coherente en estos últimos tiempos. Si los políticos que lideran la economía mundial continúan sin ofrecer testimonio de que son capaces de afrontar constructivamente los problemas que plantean los desequilibrios, el futuro económico caerá del lado de la recesión. Quizás sea este temor la única esperanza para que la voluntad política responda a las necesidades de las economías de occidente.



TODOS JUNTOS PODEMOS EVITAR LA CATASTROFE

*Este artículo, de W.W. ROSTOW, apareció en The New York Times, de donde lo reprodujo el Herald Tribune del día 19 de Octubre.*

De la misma forma que el manejo equivocado de las reparaciones y de la deuda entre las dos guerras mundiales contribuyó al desencadenamiento, y después a la agudización, de la Gran Depresión, los líderes de la economía mundial de nuestros días valoran erróneamente la magnitud de los desequilibrios presentes: el comercial y el de la deuda.

Las consecuencias de los errores anteriores llevaron al poder a los militares en Japón y a Hitler en Alemania. Antes de / que se produzcan unos resultados tan desastrosos como consecuencia de los enfoques erróneos de la crisis actual los poderes / económicos deberían encontrar el camino para reestructurar las transferencias internacionales de capital.

Después de la primera Guerra Mundial, Alemania se vió obligada a transferir grandes sumas, en concepto de reparaciones, a los países europeos vencedores. Gran Bretaña y Francia adquirieron una responsabilidad semejante como resultado de los préstamos de guerra de Norteamérica. Pero los países del Occidente europeo, dada su política económica y sus estructuras, no podían absorber suficientes exportaciones de Alemania que permitieran el pago de la deuda de ésta. Tampoco Norteamérica era capaz de absorber exportaciones de sus aliados suficientes para cobrarse sus préstamos.

A corto plazo, fueron los movimientos de capital, y no el comercio, los que resolvieron la situación. Préstamos privados de Estados Unidos a Alemania facilitaron los recursos exterior-

res necesarios para que los alemanes pudieran pagar sus reparaciones, por lo demás reducidas como consecuencia de un acuerdo internacional. Por otra parte, los pagos de Alemania a los aliados europeos hicieron posible que éstos liquidaran la deuda de guerra.

Este curioso sistema triangular empezó a torcerse en la segunda mitad de 1928, cuando los capitales americanos que habían estado yendo a Alemania se colocaron en la Bolsa de Nueva York. En parte como consecuencia de ello empezó la recesión (downturn) alemana, ya en Abril de 1929. La economía norteamericana siguió en Junio, y la británica en Julio, todo ello con anterioridad / al colapso de la Bolsa, en Octubre. La economía francesa, más / protegida, tuvo su cambio de signo en Marzo de 1930. El arancel Smoot-Hawley, de 1930, empeoró aún más las cosas entorpeciendo el comercio y haciendo así prácticamente imposible el pago de / las deudas de guerra aún pendientes. La economía mundial se hundió así en la profunda depresión.

Con la ventaja del tiempo transcurrido se puede decir que dicha situación pudo haberse evitado si se hubieran tomado ciertas medidas, digamos hacia principios de 1930:

- Si las reparaciones y las deudas de guerra se hubieran reducido, espaciado o cancelado a través de un acuerdo internacional.
- Si Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia y Alemania hubieran convenido llevar a cabo unas políticas fiscal y monetaria enérgicamente expansionistas.
- Si los Estados Unidos, con una posición muy fuerte en / cuanto a disponibilidades de oro y de divisas, hubieran liberalizado radicalmente el comercio, en vez de caer / en una actitud proteccionista.

Todo esto hubiera requerido una intensa cooperación internacional, cosa que no ocurrió.

El recuerdo de aquella debacle hizo posible los programas de Préstamos y Arriendos (Lend-Lease programs) y la política de reparaciones después de la Segunda Guerra Mundial; la creación de las instituciones de Bretton Woods y, ante la posibilidad de otra gran crisis económica, el Plan Marshall y la ayuda a Japón, al término de las hostilidades.

Ya es hora de que las grandes potencias económicas empiecen a buscar soluciones al problema de la deuda y a la crisis comercial en términos igualmente amplios y comprensivos.

Por ahora, principalmente como consecuencia de su política desde 1981, los Estados Unidos no pueden transferir a través de exportaciones lo que compran en forma de importaciones. Al igual que lo que ocurría con Alemania antes de 1928, el déficit comercial norteamericano se cubre con grandes importaciones de capital que incrementan rápidamente las obligaciones americanas para el pago de intereses y de devoluciones a los países extranjeros.

Al igual que los Estados Unidos entre las dos guerras, Japón complica el problema con su falta de hospitalidad para las manufacturas y los productos agrarios procedentes de otros países, así como con su obsesión por maximizar las exportaciones y por acumular activos extranjeros. Alemania, con un desempleo / del 9% y una inflación del 1,5%, se niega a estimular su economía, a causa, parece, de sus temores ante una posible inflación.

Importantes países del mundo en desarrollo (particularmente de Iberoamérica), se comportan un poco como los aliados occidentales antes de 1928. En una economía mundial que crece despacio y que se muestra progresivamente cerrada a sus exportaciones, los países en desarrollo se esfuerzan por hacer frente a / las obligaciones resultantes de viejos préstamos. Condonaciones,



reestructuraciones, renovaciones de préstamos y créditos adicionales han supuesto una apreciable ayuda, pero no han sido suficientes para permitir que los países en vías de desarrollo cumplieran con las dos funciones que les corresponden en el contexto mundial. Una es conseguir el crecimiento que se necesita para la mejora social y para satisfacer las aspiraciones democráticas de los ciudadanos a pesar de las tensiones debidas al rápido crecimiento de sus poblaciones. La otra es proporcionar un mercado en expansión para las exportaciones industriales de los países ricos.

Este problema tiene un aspecto que merece especial consideración. Los Estados Unidos son en la actualidad un país relativamente más abierto y con más posibilidades que Alemania y Japón por lo que se refiere a las exportaciones de los países en desarrollo. Virtualmente, todos estos países han mantenido sus monedas ligadas al dólar. Por consiguiente, al revés que japoneses y europeos, no han sentido ni sienten los efectos de la devaluación, desde 1985, de la divisa norteamericana. Pero el déficit comercial de Estados Unidos no puede sostenerse indefinidamente, razón por la cual los países subdesarrollados no pueden esperar obtener dólares en abundancia que les resuelvan sus problemas comerciales. Esto debe tenerse en cuenta cuando se defina una salida civilizada para los problemas presentes.

Sea como fuere, he ahí los elementos esenciales de una política internacional susceptible de resultar eficaz:

- Deberían tomarse medidas comunes para aligerar substancialmente el peso de la deuda de los países en vías de desarrollo.
- Es necesario asegurar una mayor expansión de los países con excedentes crónicos, especialmente de Japón y Alemania, y una reducción de las barreras comerciales.

- Los Estados Unidos deben equilibrar su presupuesto, posiblemente a través de un consenso entre los dos grandes / partidos. Esto posibilitaría unos tipos de interés más / bajos. También deben acelerar la aplicación de nuevas / tecnologías y mantener la contención salarial frente a / las presiones inflacionistas que pueden aparecer como / consecuencia de la devaluación del dólar.
- Deberían incrementarse los créditos oficiales y privados a las regiones en desarrollo, incluyendo la potenciación del Banco Mundial y de los bancos regionales. A medida / que América reduzca su déficit comercial y que disminuyan los tipos de interés, las entradas de capital resultantes deberían ser desviadas hacia el Tercer Mundo.

Los principales países industriales han realizado progresos sustanciales en alguna de estas áreas, y hasta ahora han sabido contener los primitivos y a veces exacerbados instintos nacionalistas que contribuyeron a precipitar y a agravar la crisis de los años 1929 y siguientes. El recuerdo de aquellos años puede ser una garantía en la situación presente.

Pero el comportamiento de Japón, Alemania, Estados Unidos y otros países no acaba de estar a la altura de lo que exigen / la urgencia y la gravedad del momento. Los líderes mundiales corren el riesgo de proyectar una imagen que recuerde a la que / transmitió Teodoro Roosevelt del canciller alemán, en 1914: / "Sus intenciones son buenas, pero débiles" (He meant well feebly) Las consecuencias de todo ello, hoy, podrían ser igualmente trágicas.

SE OLVIDARON LOS AVISOS Y LA HISTORIA

*El artículo que sigue fué publicado el 27 de Octubre en el Herald Tribune. Su autor es HENRY KAUFMAN, director ejecutivo de Salomon Brothers, Inc.*

La caída histórica de la Bolsa fué el resultado de la presión de una serie de magnitudes básicas, de una diversidad de debilidades estructurales y de los fallos de los protagonistas del mercado, que no han querido aprender o recordar las lecciones de la historia. Durante la euforia de la subida fueron ignoradas las advertencias sobre los bajos dividendos y los reducidos rendimientos de las acciones, en la creencia de que unos y otros subirían al compás de unos supuestos mayores beneficios de las empresas. Algunos hechos habían arrojado sombras sobre / estas expectativas, en especial desde el verano. Uno de ellos / era la creciente evidencia de que los precios al consumo se habían situado en una trayectoria ascendente de aproximadamente / el 5% para el año en curso. Estas expectativas inflacionistas / se reforzaron con la aparente falta de acuerdo entre la Administración y el Congreso para la reducción del déficit presupuestario, con el agravante de que, incluso en el caso de que los recortes del presupuesto previstos en la ley Gramm-Rudman llegaran a ser realidad, el déficit se elevaría probablemente a 160 ó 165 m.m. de dólares en 1988, después de haber sido de unos 150 m.m. en el año fiscal que terminó el 30 de Septiembre pasado.

También se hizo evidente que era probable una subida de / los tipos de interés como consecuencia de los déficit presupuestario y comercial. Este podría ser reducido con unas mayores exportaciones, bien con unas menores importaciones, pero esto intensificaría las presiones de la demanda que se manifiestan ya en muchas industrias norteamericanas. Unas mayores exportacio--

nes aumentarían la demanda de productos producidos en el país. Unas menores importaciones trasladarían la demanda de productos que vienen del exterior hacia artículos producidos en Estados / Unidos. Las consiguientes presiones inflacionistas sólo podrían compensarse con una reducción de la demanda interna.

Posibles medidas proteccionistas encaminadas a reducir las importaciones en una situación casi de pleno empleo agravarían los riesgos de inflación. Además, en las presentes circunstancias, una persistente caída del dólar haría que disminuyera la predisposición de los inversores extranjeros a suscribir obligaciones en dólares. También esto intensificaría las expectativas inflacionistas.

El mercado de acciones ignoró en un principio estas realidades poco gratas, pero no lo hizo el de bonos. Los rendimientos de los bonos a largo plazo del Tesoro aumentaron hasta el 10% , y antes de que la Bolsa cayera habían crecido más del 35% en relación con los precios mínimos alcanzados a principios de año.

La combinación de un dólar inestable y de unos rendimientos de más del 10% de los bonos del Estado, contrastando con los ya citados bajos dividendos de las acciones, puso al descubierto / las debilidades de la Bolsa que llevaron a su caída.

Los que fueron puntos fuertes del mercado de acciones se / convirtieron así en elementos de su debilidad. Por ejemplo:

- Los tipos de interés más altos hicieron rápidamente más probable que terminara la mayor escasez de acciones que ha resultado de las fusiones, consolidaciones y absorciones. Estas reestructuraciones empresariales han eliminado del mercado más de 100 m.m. de dólares en acciones en cada uno de los últimos tres años, reduciendo la oferta de títulos. Una retirada similar estaba teniendo lugar este año, y no parecía importarle al mercado que todo esto tuviera lugar, sobre todo a través de la sustitución de deuda por acciones.

El riesgo que iba a comportar esta reestructuración de las empresas no preocupaba a un mercado empujado por el deseo de / unos buenos resultados a corto plazo. Las recompensas inmediatas procedentes de la descapitalización de las sociedades eran la / preocupación dominante, hasta que la elevación de los tipos de interés puso en entredicho el proceso de reestructuración.

- La preocupación por la estabilidad del dólar abrió también el interrogante de la posible interrupción del apetito voraz de los inversores extranjeros por las acciones norteamericanas. En todo el año pasado y en lo que llevamos de éste los extranjeros fueron sólo superados por los fondos mutuos en las / comprar netas de acciones. En los 18 meses anteriores a la mitad de 1987 inversores de otros países compraron títulos por 35 m.m. Los fondos mutuos, mientras tanto, se convirtieron en los mayores compradores internos, adquiriendo acciones por un valor de 40 m.m.

Como compradores, tanto los extranjeros como los fondos mutuos se caracterizan por su volatilidad. Los extranjeros respondieron rápidamente a los diferenciales de intereses y a las perspectivas inflacionistas en los mercados financieros de todo el mundo. Muchos inversores en fondos mutuos, por otra parte, se / han mostrado últimamente muy sensibles a las alternativas de / los mercados internos.

Algunos inversores contemplan las acciones de los fondos / mutuos no como vehículos de una inversión a largo plazo, sino / como inversiones líquidas con un elevado potencial de rendimientos. Esta posición no tiene en cuenta los riesgos de las bajas.

- Las retiradas de acciones y las compras de los extranjeros y de los fondos mutuos contrastan con la actitud del inversor más estable que dominaba la Bolsa hace diez años. La regla la constituían entonces los fondos de pensiones públicos y privados, con su comportamiento estable de inversores a largo plazo.

- El rápido crecimiento de las opciones y de los futuros también ha contribuido a la desestabilización de la estructura bolsista. El volumen medio diario de transacciones de futuros y de opciones se elevó desde 11 m.m. en 1984 a 35 m.m. durante los pasados tres meses. El volumen total de los futuros negociados hasta Octubre de este año alcanzó los 2,9 billones, mientras que las operaciones de acciones reales sólo alcanzó los 1,9 billones.

Los nuevos protagonistas (new decision-makers) en los mercados financieros son extremadamente hábiles en sus análisis. / Son ambiciosos y les gusta asumir riesgos, pero, desgraciadamente, su empuje no ha sido templado con las lecciones de la historia. No deberíamos sorprendernos de ello. En los Estados Unidos son pocas las escuelas de administración de empresas que enseñen historia financiera. ¿Cómo podemos recordar las lecciones / de la historia si ésta no se enseña?.

EL "CRASH": LA OPINION DEL PROFESOR DRUCKER

*Este artículo, de Jonathan Peterson, fué publicado en Los Angeles Times y recogido en el HERALD TRIBUNE del día 23 de Octubre.*

Para PETER F. DRUCKER, el célebre estudioso de la empresa americana, los agentes de Wall Street son como los aldeanos de los Balcanes que se roban las ovejas los unos a los otros y cuya falta de medida hizo inevitable la reciente caída de la bolsa.

Peter Drucker, profesor en la Claremont Graduate School, / es considerado como una inteligencia aguda y un pionero del estudio de la dirección empresarial en nuestro tiempo. A sus 77 años utiliza audífonos en ambos oídos, pero se muestra fuerte y vigoroso. Ahora acaba de regresar de un viaje a China. Ha escrito más de 22 libros, la mayoría acerca de la forma en que / las empresas deben ser dirigidas y administradas. Dice conocer poco los mercados de valores, lo que no impide que muestre posiciones muy definidas sobre el tema.

"De la forma en que se viene actuando, cualquier cosa basta para desencadenar una situación de pánico", afirma, "espe--cialmente si nadie entre la multitud de Wall Street usa la cabeza, si es que tienen algo en ella".

Como antiguo analista del mercado de valores, este vienés de nacimiento, que en su juventud trabajó en Londres y en Frankfurt, describe a los intermediarios de Wall Street como "una / masa improductiva sólo onsesionada por la obtención de dinero fácil. Cuando se alcanza un punto en el que los agentes ganan más que los inversores uno sabe que la situación no puede durar".

Drucker subraya especialmente dos puntos: que todo globo especulativo debe estallar, y que la inexperiencia de muchos jóvenes agentes ha constituido un elemento importante de la inestabilidad del mercado. "La duración media de una burbuja de jabón es de uno 26 segundos. Al término de los mismos la tensión superficial es excesiva y la burbuja estalla. Para las locuras especulativas la duración es de 18 meses".

La última subida de la Bolsa duró cinco años. Para muchos observadores, sin embargo, el rápido crecimiento de las cotizaciones en los últimos dos años parecía no guardar relación con la evolución de las magnitudes fundamentales, razón por la cual podía preverse el colapso. El globo tenía que pincharse, dice / Drucker, "en parte porque no existen fundamentos, en parte porque no hay sensatez y en parte, en fin, porque el horizonte de toda esa gente son los próximos diez minutos. En esas circunstancias, cualquiera que grite ¡fuego! desencadena el pánico. En realidad no se necesita ni siquiera gritar ¡fuego!. Basta con / que uno abandone el edificio para que ellos -los agentes- sospechen que el fuego existe".

Peter Drucker inició el moderno análisis de la empresa con su libro Concept of the corporation, publicado en 1946, en que se concentraba en la General Motors Corp. A lo largo de su dilatada carrera ha trabajado como reportero, banquero, escritor, / asesor y maestro. Se incorporó a la facultad de graduados de / Claremont hace 16 años, y ha dado lecciones sobre arte oriental a nivel de subgraduados.

Drucker habla críticamente, pero con simpatía, de los muchos jóvenes agentes que tanto han ganado en la Bolsa, pero que han carecido de experiencia para guiarla a través de la reciente tormenta. "Si te fijas en los que dominan la escena te das cuenta que se trata en su mayoría de gente que no estaba allí hace cinco años atrás y que cerece de toda capacidad de reflexión. Están allí durante horas y horas, pero esto no equivale a pensar o a trabajar".



Este profesor, que abandonó el mundo financiero, en los / años 30, "porque me aburría hasta hacerme llorar", comenta con todo que "lo propio de los agentes no es pensar. Su fuerte debe ser reaccionar oportunamente". Al mismo tiempo expresa comprensión para los jóvenes que cuentan con un trabajo lucrativo. "Cuando los estudiantes vienen a mí con tres ofertas de trabajo y me preguntan cuál de ellas deben aceptar, siempre les digo / que aquella que suponga un mayor sueldo". Este es el único dato conocido. "Sólo el sueldo es sólido. Lo demás es ficción".

Por supuesto, Drucker admite que "algunos salarios corrompen". Pero, añade, "no critiquemos a esa gente. Ahí los teneís, a sus 25 años, recibiendo ofertas de una firma consultora, o de un banco de inversión, que suponen unos ingresos de 140.000 dólares más las primas. No critiquemos tampoco a los que hacen la / oferta. Lo que ocurre es que estas cosas no pueden durar".

Las escuelas de administración de empresas -(Business Schools)-, termina diciendo Drucker, no han sabido proporcionar mandos (leadership) en sus campos de actividad, "pero esto no es ninguna novedad. Al contrario, es lo típico de las escuelas profesionales en sus primeros cien años de existencia".

### COMO EVITAR UNA RECESION

*Este artículo es el que encabeza el número de THE ECONOMIST del día 31 de Octubre.*

El crash de 1987 podría conducir a la recesión (the slump) de 1988. Esto está claro después de una semana en que los mercados han tratado en vano de recuperarse. Pero también está claro que la crisis puede evitarse si los que están al frente de / la política económica hacen unas cuantas cosas sensatas en el / momento oportuno. Hasta ahora han mostrado cordura, pero da la impresión de que empiezan a retrasarse en sus acciones. Y como sea que cada una de sus palabras, que cada uno de sus silencios, puede cambiar el rumbo de las cosas y significar seguridad o de sastre, resulta esencial elegir el buen momento.

La tarea inmediata es de tipo keynesiano: sostener la demanda en unas circunstancias en que la caída de la Bolsa amenaza / con reducirla. Cuando la gente se siente más pobre tiende a gastar menos, en especial en cosas caras cuya adquisición puede retrasarse tales como unas vacaciones, o coches, o pisos. Las restricciones consumistas, por otra parte, se ven estimuladas por la disminución de las garantías que hacen más difícil la obtención de crédito. Y lo que es válido para las personas lo es tam bién para las empresas y sus planes de inversión. Por el momento, la subida del precio de los bonos reducirá el impacto, pero esa subida puede no durar, por lo que existe realmente el peligro de un colapso en los negocios y de la pérdida de la confianza de los consumidores.

Para evitarlo, los principales bancos centrales tienen que asegurar a los mercados financieros que se mantendrá la liqui--dez. En las presentes circunstancias ésto equivale a reducir -/

los tipos de interés a corto plazo. La Reserva Federal ha hecho un buen trabajo en este sentido. No lo ha hecho en cambio, el / Bundesbank. Para ratificar sus obligaciones conjuntas, los dos, más el Banco de Japón, deberían anunciar reducciones de medio / punto de sus tipos de descuento. Además, deberían declarar que / su objetivo es conseguir un crecimiento del PNB monetario del / 6% anual, aproximadamente, y que cualquier síntoma de reducción de esa expansión daría lugar a las correspondientes medidas estimulantes de tipo monetario y/o fiscal. Dentro de unos meses, cuando el crecimiento monetario amenazara con un aumento de la inflación, el mismo objetivo justificaría una restricción de - las políticas monetaria y fiscal. Estamos de nuevo ante la necesidad de ir afinando paulatinamente (fine tuning is back), y na die puede imaginar que esto será fácil.

La segunda tarea de los ministros de Hacienda y de los ban queros centrales es convencer a los mercados que la composición de la demanda mundial -como distinta a su nivel- ha de cambiar. Si no es así, el déficit exterior de Estados Unidos se reducirá demasiado lentamente y la causa profunda de los problemas recientes volverá a manifestarse. El presidente Reagan y el Congreso pueden evitarlo poniéndose rápidamente de acuerdo sobre un plan para reducir el déficit presupuestario en 25-50 mil millones de dólares anuales en los próximos tres años. A cambio de esto, Ja pón y Alemania debería prometer una apertura de sus políticas fiscales. Ja pón, desde luego, puede alegar con razón que ya hizo concesiones en esta di rección a principios de año y que su economía se acelera a la vez que sus im portaciones crecen apreciablemente. En Alemania, Helmut Kohl no tiene esta ex cusa. Lo mejor que puede hacer es anunciar que una proporción mayor de las / reducciones fiscales previstas será adelantada a la primera mitad de 1988. / Antes del crash los argumentos en favor de esta medida eran fuertes. Ahora / son incontestables.

En tercer lugar, los principales países deberán modificar el acuerdo del Louvre sobre tipos de cambio. Norteamérica puede tener que utilizar su política monetaria como un instrumento con

tra la recesión, por lo que no podrá sostener el dólar elevando los tipos de interés. Una expansión mayor en Japón y Alemania y un déficit presupuestario menor en Estados Unidos deberían evitar que el dólar iniciara una caída libre, pero sería ingenuo pretender que esta moneda pueda conservar sus paridades de antes del crash. Por esto sería conveniente, a efectos de credibilidad, que los tres gobiernos anunciaran que están dispuestos a que el dólar baje, digamos, otros 10%. Y aún sería mejor -aunque esto resultara duro para James Baker- no decir nada y dejar que continuara el deslizamiento de la moneda norteamericana.

Cuarto, el Congreso debe olvidar la legislación proteccionista que está contemplando. De todos los actuales peligros éste es el que más recuerda a la Gran Depresión de los años 30. En unos tiempos de gran incertidumbre, nada de lo que se puede evitar podría ser peor que la perspectiva de una próxima guerra comercial.

Si los gobiernos hacen las cuatro cosas señaladas, 1988 será un año de crecimiento modesto y de baja inflación. Si no, provocarán bien una caída incontrolada del dólar, bien una recesión que desde Norteamérica se extenderá al resto del mundo. Este es el precio que, en última instancia, harían pagar los mercados por el restablecimiento del equilibrio eliminando los déficits presentes. Los próximos meses no serán buenos, y los gobiernos deberán esforzarse en reparar la situación resultante de una fase de pánico. Y justo cuando el liderazgo de Norteamérica será esencial para conseguir los deseados cambios de la política económica la autoridad del presidente de los Estados Unidos se encontrará en lo más bajo de la curva.

Incluso antes de que los precios de las acciones se derrumbaran, los demócratas habían recuperado el control del Senado, poniendo virtualmente fin a las ambiciones legislativas de Reagan. El asunto de la venta de armas a Irán y de la "contra" había debilitado aún más su posición. El juez Robert Broke, el in-

telectual conservador que Reagan quería colocar en el Tribunal Supremo, ha sido rechazado por el Senado por 52 votos a 42, el más amplio margen de humillación jamás infligido a un magistrado propuesto para el alto tribunal. Y Mikhail Gorbachev está / explotando la debilidad del presidente jugando al gato y al ratón a propósito de la próxima reunión entre ambos.

El colapso de la Bolsa, con todo, puede resultar más grave para Reagan que cualquiera de los contratiempos señalados. La / única aportación de Reagan -los Reaganomics- ofrecía prosperidad a través del consumo. Desde el principio, los dubitativos insistían en que una serie prolongada de reducciones de impuestos y la elevación de los gastos presupuestarios llevarían, más pronto o más tarde, a una desagradable visita al cuarto de baño. Pero / mientras el mercado de acciones subía y subía, la falta de fé / era mal vista y los críticos eran juzgados como unos aguafiestas. Esto se ha acabado. La prosperidad está en entredicho, y lo / mismo la fortaleza que iba a proporcionar: si Gorbachev se permite jugar con Reagan, ¿qué no hará el ayatollah Khomeini en el Golfo?. De repente, todo el edificio de la presidencia del Sr. / Reagan, levantado sobre su capacidad para comunicar la prosperidad en el interior, influir en el exterior y transmitir optimismo generalizado, se está tambaleando.

Al sistema político norteamericano no le van los presidentes débiles. Los oscuros días de otoño reclaman dirección, mando. Los inversores necesitan seguridad, políticas cuerdas. No / locuras. Reagan, menos aún que hace un mes, no parece estar en condiciones de luchar en el ineludible combate. Si Norteamérica debe ser dirigida por la mano de Reagan durante los próximos 15 meses, las colas de hambrientos de los años 30 pueden volver a ser realidad.

ALGUNOS ASPECTOS DE LA CRISIS ECONOMICA Y LA

SITUACION ACTUAL

| <u>Indice</u>  | <u>Página</u> |
|--|---------------|
| "The 'crash' of '87": descifrando el mensaje .....       | 1             |
| <u>Financial Times</u> : lo peor no ha llegado aún       | 5             |
| El legado a largo plazo de la subida de las Bolsas ..... | 6             |
| ¡Ojo!: el peligro subsiste .....                         | 9             |
| La Bolsa de Tokio en la crisis .....                     | 12            |
| USA: a vueltas con la reducción del déficit              | 15            |
| La subida de los impuestos: ¿solución o disparate? ..... | 17            |



THE 'CRASH' OF '87": DESCIFRANDO EL MENSAJE

(Financial Times)

Igual que un terremoto cambia el paisaje, los acontecimientos de estos días deberían alterar el marco económico-financiero mundial.

Alguien lo había dicho agudamente: si los políticos no son capaces de encontrar soluciones, los mercados lo harán. Pues / bien, los mercados ya han hablado: las bolsas de valores de estos días, el mercado de bonos hace unas semanas y los mercados cambiarios desde hace meses han estado repitiendo el mismo mensaje. Lo que ocurre es que los mercados no son los mejores transmisores, pues tienden a la histeria y se pronuncian en los momentos más impensados y menos oportunos.

Sin embargo, el mensaje está ahí, y en lo esencial expresa profunda preocupación a propósito de la credibilidad de las autoridades del país más importante. La ratio de la deuda de Estados Unidos sobre el PNB ha aumentado del 33 al 52 por ciento / desde 1980. Es cierto que para el ejercicio que ahora acaba se espera que el déficit presupuestario se queden en 155 m.m. de dólares, pero todo parece indicar que aumentará de nuevo próximamente.

Ante esta situación, los mercados han dicho basta, y el de las acciones ha sufrido una baja del 20 o del 30 por ciento. / ¿Qué puede esperarse de ellos?. ¿Cómo reaccionará la economía?.

El efecto más grave se producirá en el crecimiento. Aunque el impacto variará según los países, los consumidores de todo / el mundo industrial verán reducidos sus recursos, por lo que / la respuesta más inmediata puede ser una disminución del consumo personal. En los Estados Unidos, donde más del 20% de la riqueza personal está invirtiendo en la bolsa, la alteración del



gasto debería ser pronunciada y rápida. Según cálculos de algunos economistas, la caída de la bolsa puede haber supuesto una pérdida de 4.000 dólares para cada ciudadano americano.

Pero los consumidores individuales no serán los únicos que se verán obligados a aplazar posibles gastos. El coste del capital para las compañías industriales habrá aumentado apreciablemente como consecuencia directa de los menores precios de las acciones, al tiempo que se habrán deteriorado las perspectivas de las ventas de aquéllas. En estas circunstancias, las empresas deberán probablemente posponer, y tal vez cancelar, sus programas de inversión.

Resulta muy difícil cuantificar el impacto global de una menor demanda y de la reducción de la inversión. Por otra parte, esto dependerá del nivel alrededor del cual se estabilice la bolsa. También debe contarse con el posible efecto positivo de una reducción de los tipos de interés. Todo junto podría llevar, en el mejor de los casos, a un crecimiento, en 1988, del 2%, como término medio entre los países industriales. A este nivel el desempleo reemprendería su curso ascendente y los problemas económicos del Tercer Mundo se agudizarían, a medida que se redujeran los precios de las materias primas y se debilitarían los mercados de los países industriales.

Los efectos positivos de la actual situación podrían manifestarse si la reducción del consumo en Estados Unidos se tradujera, como sería de esperar, en una mejora del déficit exterior norteamericano. Goldman Sachs, por ejemplo, pronostica ya para 1988 un déficit de 128 m.m., en vez de 138 m.m. La inflación en el mundo, por otro lado, es probable que se reduzca como consecuencia del "crash", mitigando los temores sobre la evolución de los precios que habían empujado para arriba a los tipos de interés en los últimos meses.

Tales consuelos, sin embargo, apenas suponen un alivio para las presiones a que tendrá que hacer frente el Grupo de los

Siete en su función de reducir los desequilibrios comerciales. Conseguir esto a base de provocar una recesión en Estados Unidos es una mala solución. En realidad, la "raison d'être" de / la coordinación en materia de política económica era justamente la de evitar tal tipo de salidas. En este campo, los problemas van a seguir siendo asimismo delicados, y habrá que ver cómo le afecta la nueva situación. ¿Cómo puede esperarse que aumente el crecimiento en Japón y Alemania? ¿Qué efectos tendrá el acercamiento de los tipos de interés de Estados Unidos a los de dichos países? Etc.

Los ministros y los gobernadores centrales han podido alardear durante unos días de haber conseguido aislar, a través de la cooperación entre los Siete, los mercados cambiarios del / caos que se manifestaba en otros sectores. Pero nadie se sorprendería que la próxima crisis tuviera por escenario precisamente el mercado de cambios.

\* \* \*

Le Monde en un comentario de Francois Renard, insistía en los mismos puntos subrayados por el Financial Times.

"Lo que los hombres no podrán o no querrán hacer lo harán los mercados en su lugar, pero en medio del dolor y, tal vez, del caos". Otra consideración aparece con claridad: "hace falta que la crisis iniciada el día 19 se prolongue lo suficiente para que puedan hacerse sentir sus efectos benéficos". Entre estos figura en primer lugar la indispensable reducción de los / tipos de interés, cuya subida en un momento de inflación débil estaba resultando funesta. Iniciada en Estados Unidos en primavera, se había extendido a los otros países, y de un modo especial a Francia, donde no hace más de ocho días el Tesoro no podía pedir prestado a menos del 11%, e incluso del 12%. Tenien

en cuenta que el ritmo de inflación había llegado a ser del 2%, el tipo de interés real iba a aproximarse al 10%, evolución / equivalente a un suicidio colectivo.

Otra consecuencia positiva de la baja del precio de las / acciones puede ser la reducción indispensable del consumo en / los Estados Unidos, preludio inevitable de cualquier disminu- / ción apreciable del déficit comercial. Tal reducción podría / ser el resultado del conocido efecto Pigou: las economías fami- / liares se sienten más o menos ricas y más o menos inclinadas / al gasto según aumente o disminuya el valor de su patrimonio, / Si el patrimonio americano ha sido amputado de 500 m.m. de dó- / lares ésto debe afectar al consumo de la población.

Un efecto adicional de la baja de la bolsa será una reduc- / ción inevitable de la cotización del dólar, dentro o fuera del / contexto establecido en el acuerdo del Louvre, lo que podría / contribuir a la mejora de uno de los déficit que alimentan la / crisis.

Sea como fuere, habrá que ver a qué precio la caída de la / bolsa se traduce en una superación de los grandes problemas / largo tiempo pendientes. Como decía Stephen Marris, estamos al / principio de una carrera entre la realidad económica y la inca- / pacidad de los políticos. El papel de éstos resultará esencial / para acelerar la superación de la crisis. Si todo ha de espe- / rarse de la actuación de los mercados el coste podría ser bru- / tal. Por ésto el miedo está más que justificado.

FINANCIAL TIMES: LO PEOR AUN NO HA LLEGADO

Con ese título (The worst is yet to come), en efecto, publica el Financial Times del día 24/10 un comentario que, resumido, dice así:

Las razones que justifican el pesimismo son varias. La / primera es obvia: a pesar de la caída sin precedentes, los precios de las acciones son aún muy superiores hoy de lo que na--die hubiera podido imaginar dos o tres años atrás.

Se habla, por otra parte, de la probabilidad, y aún el carácter inevitable de una recesión más o menos próxima. Si esto es así, se ha de pensar en un ulterior descenso de las cotiza--ciones.

Más importancia tal vez tenga el hecho de que aquellos / que entraron en la bolsa hace más de un año disponen aún de / margen de beneficio pendiente de realización. Lo normal es que vendan.

En el frente macroeconómico nada ha sucedido en el mundo que justifique la masiva revalorización de las acciones que / se había producido en los últimos tiempos. La devaluación del dólar que habría podido justificar unos de los mayores beneficios para la industria americana debiera haber dado lugar a / pérdidas en Japón y en Europa. Pero lejos de suceder ésto los precios de las acciones subieron en todas partes, y de un mo--do particular en Wall Street. Ahor bien, el mercado japonés, / hasta el presente, ha bajado relativamente poco (15%), en comparación con Nueva York (30%). Lo lógico es que descienda más y que en su caída empuje para abajo a los otros mercados.

Finalmente, resulta asimismo preocupante que la gente se resista a admitir el proceso de reajuste que se ha puesto en / marcha con el inicio de la caída de las Bolsas. El caso es que muchas compañías han anunciado la compra de sus propios títulos, y, sobre todo, que los agentes están llenos de órdenes de compra para el momento en que las acciones, en su descenso, alcancen un determinado nivel. ¿Habrà servido para algo el crash?

#### EL LEGADO A LARGO PLAZO DE LA SUBIDA DE LAS BOLSAS

Confío -dice Richar Lambert en el Financial Times- en que todos ustedes se sientan profundamente avergonzados de sí mismos. La enorme subida de las Bolsas (the great bull market), es peremos que a juicio ya de todo el mundo, fué un acto de locura colectiva nunca visto desde la época de las Compañías de Indias (since the South Sea Bubble) . Lo que maravilla no es que las / cotizaciones hayan caído, sino que llegaran tan arriba. Pueden/ ahora discutir los magos de la Bolsa acerca de las responsabilidades de unos y de otros, y de la ceguera y codicia de los más. A todos ellos se les puede preguntar qué hacían mientras las cotizaciones subían y subían.

Sea como fuere, la opinión popular es que el globo se ha pinchado (a bubble has but) y que no habrá dejado nada duradero en su lugar. Nada podía estar más alejado de la verdad. La subida/universal de las bolsas, que tan espectacularmente terminó hace quince días, condujo a una serie de cambios económicos significativos e importantes, no coyunturales. Aunque el legado incluye oportunidades perdidas y algunas bombas financieras de relojería, los excesos no fueron superiores a los de otras ocasiones anteriores y su impacto en la configuración y en la estructuración de las empresas de todo el mundo carece de precedentes.

En primer término, el prolongado crecimiento de los precios de las acciones hizo posible un cambio sustancial en el equilibrio de fuerzas (in the balance of power) entre el Estado y el / sector privado. El concepto mismo de privatización ha sido asumido por los gobiernos de todo tipo -de izquierda y de derecha, ricos y pobres- como un medio para obtener recursos y para reconciliarse con un mundo en el cual las políticas económicas basadas en los controles estatales han sido sometidas a fuerte crítica por las fuerzas que han propugnado un mayor papel del mercado.

Según un análisis publicado este verano por Salomon Brothers, por lo menos 55 entidades de propiedad estatal han pasado al sector privado en todo el mundo, proporcionando unos 48 mil millones de dólares. Transferencias de esta magnitud no habrían sido posibles sin unos mercados en alza.

Un segundo beneficio derivado de la subida de las bolsas ha sido la recapitalización de importantes sectores de la industria y del comercio. Las empresas han podido aprovechar la oportunidad para rehacer los balances que habían resultado devastados -- por el período de intensa inflación y bajos rendimientos de los años 70. Por supuesto, esto no ha sido así en todas partes. Así, las sociedades americanas han actuado de un modo que a un historiador le parecerá perverso, sustituyendo acciones por deuda en un período de altos intereses reales y bajos dividendos. Como / resultado de ello, la ratio de la deuda sobre las acciones en /

las sociedades americanas, fuera del sector financiero, ha aumen-  
tado de 1,005 en 1982 al actual nivel de 1,268. Esto contrasta /  
con lo ocurrido en Italia, v.g., donde compañías tales como Fiat  
o Montedison han sido capaces de transformar sus estructuras fi-  
nancieras sobre la base de los precios alcanzados por sus accio-  
nes.

El alza de las bolsas no sólo estimuló e hizo posible la re-  
construcción financiera. También condujo a uno de los mayores mo-  
vimientos de reestructuración empresarial de la historia de los  
negocios. Nadie sabe en qué quedará la proliferación de absorcio-  
nes y fusiones (takeovers) que se han producido durante estos /  
años, pero por lo menos en algunos aspectos habrán resultado po-  
sitivas. Uno de ellos se observa en el contraste que se da entre  
la naturaleza de las absorciones recientes y las que se produje-  
ron a finales de los años 60, Entonces, el principal objetivo de  
los adquirentes era incrementar los beneficios, lo que frecuente-  
mente se redujo a una pirueta contable. Esto llevó a la multipli-  
cación de conglomerados, muchos de los cuales se fraccionaron a  
los primeros síntomas de crisis. Los grandes adquirentes de los  
años 80, en cambio, se han interesado sobre todo por comprar ac-  
tivos subdevaluados. Como consecuencia, conglomerados sin vida,  
o con dificultades, han resultado divididos y sus componentes /  
vendidos a empresas más fuertes. Asimismo ha habido un gran núme-  
ro de desinversiones, con gran número de compañías deshaciéndose  
de no pocos activos para concentrarse en lo esencial de su acti-  
vidad.

Desde luego, las subidas de la Bolsa también han tenido su  
lado negativo. Uno de los puntos más delicados -aparte, claro es  
tá, de las pérdidas que habrán sufrido los propietarios de acc-  
ciones- habrá sido la enorme expansión de los servicios finan-  
cieros y de las correspondientes entidades y empresas dedicadas  
a ellos. Habrá que ver cómo se reparten las pérdidas que deberán  
producirse al compás de la obligada contracción de aquellos.

También se citará, entre las víctimas de la subida de la /

Bolsa, la moralidad empresarial, subrayando que la ética ha sido sustituida por la codicia y que se han roto los moldes tradicionales... En realidad, sin embargo, el mundo ya había presenciado anteriores crisis en este campo. Si bien se mira, la moralidad empresarial, al igual que la misma Bolsa, es cíclica./ Y, por supuesto, constituye un gran consuelo pensar que cada reducción de los índices del mercado hace más virtuosa a la comunidad financiera.

#### ¡OJO!: EL PELIGRO SUBSISTE

"El mercado a la baja (the bear) tiene solo un deseo, y es que el mercado baje aún más y que el mayor número posible de / gente se vea implicado en la caída. Para conseguirlo, el mercado a la baja debe mantener intactas las esperanzas de los inversores. El mercado a la baja lo consigue a través de frecuentes y a veces violentas subidas, que tienen lugar dentro de una tendencia decididamente descendente". Durante los próximos meses, estas tenebrosas expresiones, publicadas hace pocos días en la Dow / Theory Letter , deberían estar presentes, como un leitmotif wag-



neriano, en la mente de todo inversor. Así se expresa Anatole Kaletsky en su artículo del Financial Times.

El caso es que nadie puede decir que el mercado se ha situado definitivamente en una fase bajista. La Dow Theory, basada en una combinación de los índices Dow Jones Industrial, Transportation y Utility, se sitúa sin duda en una tendencia descendente, al igual que otros muchos análisis técnicos y mecánicos, pero muchas de estas técnicas se han equivocado en el pasado y sin duda lo seguirán haciendo en el futuro.

Lo que se trata de subrayar con la alusión a la referencia / de la Dow Theory Letter es un hecho incontrovertible, y es que / todos los mercados a la baja (every bear market) dan la impresión de que van a convertirse en mercados al alza (to turn bullish) / en cualquier momento. Y es justamente esto lo que hace que caigan en la trampa muchos incautos que habían salido indemnes de anteriores lances.

A juzgar por la actividad de los mercados en los últimos días, el Crash del 87 puede ser considerado en breve como una simple curiosidad histórica. Habrá sido así el más grande, el más costoso y el más horrible de los ajustes, pero nada más. Puede proseguir el / alza.

Este al menos parecía ser el sentimiento dominante, estos / días, entre los inversores, multitud de ellos, en todas partes, / deseosos de aprovechar las oportunidades. En otras palabras, todo parecía indicar que el mercado había tocado fondo: "Lo peor ha pasado ya". "Nuevos records para el próximo verano". "El Dow a 3000". Etc.

La principal razón para el optimismo es obvia. Si IBM valía 170 dólares hace dos meses, ¿por qué no puede valer 180 dentro / de seis?. Puesto que no ha habido razones claras de tipo económico que expliquen el pánico reciente nada permite pensar que no / volvamos a los niveles anteriores a la crisis.

El contra-argumento, sin embargo, es igualmente simple, y es que tampoco hubo una razón clara de tipo económico que justificara la subida de los doce meses anteriores a la crisis. Pero este argumento, tan popular hace ocho o diez días, va perdiendo fuerza a medida que el Dow se recupera.

Sea como fuere, y antes de llegar a la conclusión de que / el mercado parece estar de nuevo en laza, vale la pena reflexionar sobre dos de los acontecimientos más importantes que no se / han producido en los últimos quince días. Uno de ellos es que / casi ningún economista de Wall Street ha previsto una recesión / para lo que queda de año y para 1988, esto es, para un futuro previsible. / Eso sería bueno para el mercado. Pero si se prepara una recesión, como muchos creen, la Bolsa, casi con toda seguridad, caerá de nuevo, incluso tal vez más de lo que lo hizo el lunes 19.

El segundo non-event de la semana podría ser aún más importante. Contrariamente a lo que se había pensado, apenas ha habido crash en el mercado de Tokio. En realidad, la resistencia de la Bolsa japonesa ha sido la circunstancia que más ha influido / en la recuperación de la tendencia alcista en Wall Street. Si / Nomura Securities puede alcanzar una capitalización en el mercado de más de 60 mil millones de dólares, ¿por qué Ford, o General Motors, no podrían valer por lo menos la mitad?. Y si Nippon Telephone puede tener un valor de mercado igual a los dos tercios del PNB de Gran Bretaña, ¿por qué IMB no podría valer como los / dos tercios de Suecia?. Todas esas alegrías pueden terminar si / Tokio cae también.

## LA BOLSA DE TOKIO EN LA CRISIS

(Financial Times)

"Estamos en la media parte. El segundo tiempo determinará en qué queda el crash de 1987". Este respiro habrá servido ya/ para hacer algunas reflexiones interesantes sobre lo ocurrido/ en las dos excitantes semanas anteriores.

En los últimos quince días, en efecto, las acciones de todo el mundo han perdido alrededor del 18% de su valor (cierre / del jueves 29). Ahora bien, si del conjunto se quita Tokio, la pérdida es del 21%; y la diferencia es aún más llamativa si se parte de las cotizaciones más altas del año. Con Tokio, el descenso global es del 23%. Sin Tokio, 28 por ciento.

La fortaleza de Tokio, el mayor mercado mundial, ha sorprendido a muchos observadores, que creían que las acciones japonesas estaban sobrevaloradas. Durante meses antes de la caída, los analistas extranjeros habían creído que las altas cotizaciones/ alcanzadas en la capital de Japón le convertían en el lugar donde se originaría la crisis, eventualmente. Como luego se vió, / fué en Estados Unidos donde empezó todo, mientras Japón resistía mejor que nadie.

Ahora bien: ¿cuánto tiempo podrá mantenerse esta situación y qué ocurriría si la Bolsa de Tokio también se hundiera?. Hasta la fecha, los que han vendido en Tokio han sido los extranjeros, los agentes de cambio (stockbrokers) y las entidades que / invierten a corto plazo (shortterm investment trust). Los pesos pesados, las grandes instituciones propietarias del 70% de las acciones, han permanecido al margen de la vorágine.

Ahora bien, con una ratio precio-ganancias todavía en un alto 45, aproximadamente, los observadores de todo el mundo continúan econtemplando con nerviosismo lo que pueda suceder en Tokio.

La gran cuestión es si, y cuándo, las grandes instituciones decidirán salirse del mercado. Esto podría ocasionar un crash de/colosales proposiciones en Japón: "Sólo pensarlo produce pánico".

Los que creen que Tokio resistirá entienden que las ventas de los extranjeros han supuesto que éstos hayan dejado de constituir un peligro. Los extranjeros, en efecto, detienen alrededor

| FT-ACTUARIES<br>WORLD INDICES |                                 |                                       |
|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|
| Country                       | % Change<br>for 12<br>mth. pmt. | US \$ %<br>change<br>since<br>Oct. 16 |
| Australia                     | -40                             | -23                                   |
| Austria                       | -8                              | -8                                    |
| Belgium                       | -25                             | -5                                    |
| Canada                        | -31                             | -22                                   |
| Denmark                       | -14                             | -11                                   |
| France                        | -35                             | -22                                   |
| W Germany                     | -24                             | -18                                   |
| Hong Kong                     | -42                             | -32                                   |
| Ireland                       | -24                             | -31                                   |
| Italy                         | -29                             | -16                                   |
| Japan                         | -19                             | -12                                   |
| Malaysia                      | -45                             | -35                                   |
| Mexico                        | -47                             | -38                                   |
| Netherlands                   | -27                             | -19                                   |
| New Zealand                   | -34                             | -30                                   |
| Norway                        | -12                             | -30                                   |
| Singapore                     | -47                             | -44                                   |
| S Africa                      | -31                             | -27                                   |
| Spain                         | -24                             | -22                                   |
| Sweden                        | -23                             | -26                                   |
| Switzerland                   | -27                             | -25                                   |
| UK                            | -29                             | -27                                   |
| US                            | -31                             | -18                                   |

\* The Financial Times, Goldman Sachs and Co. Wood Mackenzie and Co Ltd 1987

del 3,5% del mercado, después de haber alcanzado el 6% el año pasado. Así, aunque sigan vendiendo, será difícil que alteren gravemente el curso de las cotizaciones.

La reciente inestabilidad del dólar actúa en un doble sentido. Si el dólar se derrumba, el caos consiguiente podría motivar que las grandes instituciones liquidaran sus acciones para compensar la pérdida de valor de los títulos nominados en dólares que tienen en el extranjero. Por otra parte, sin embargo, tal inestabilidad podría inducir a las instituciones japonesas a retener / más fondos en el propio país, al objeto de resguardarlos de los riesgos de los cambios, aunque esto podría tener efectos desastrosos desde el punto de vista de los movimientos de capital.

Hasta ahora, el ministerio de Hacienda ha comunicado discretamente a las instituciones y a los agentes que espera que / resistan y que defiendan el mercado frente a las turbulencias; cosa que, por cierto, no ha dejado de producir ciertas quejas / de los que acusan al gobierno de servirse de ellos para asegurar el éxito de la próxima venta de acciones de Nippon Telegraph and Telephone.

Como sea que Tokio no ha caído tanto como otros mercados, / los grandes inversores que operan en ese mercado podrían aún / vender obteniendo beneficios. Si se inclinaran ante esta tenta ción los resultados podrían ser catastróficos.

USA: A VUELTAS CON LA REDUCCION DEL DEFICIT

(Financial Times)

El Tesoro americano ha dado a conocer unas cifras según las cuales el déficit presupuestario de Estados Unidos se redujo a/ 148 mil millones de dólares en el ejercicio que acaba de terminar. Esto supone una mejora de casi una tercera parte respecto al ejercicio anterior, en el que el déficit fué de 221 mil millones. No obstante, la ausencia de grandes celebraciones, por parte de los mercados, ante tal noticia, hace pensar que hay en / aquellas cifras algo artificial; y, en efecto, se trata de cifras en buena parte ilusorias.

Los mercados se han ido acostumbrando a las declaraciones optimistas de Washington por lo que se refiere a la política / fiscal. Incluso suponiendo -y es mucho suponer- que exista la / voluntad política de hacer frente al problema, la aritmética lo convierte en poco menos que insoluble. Este año, por ejemplo, / Washington se propone mantenerse en la situación presente. Aún en el caso de que los negociadores de la Casa Blanca y del Congreso consigan ... llegar a un acuerdo sobre una reducción del/ déficit de 23 mil millones, el próximo año éste volverá a crecer en unos 10 o 15 mil millones. Y es que la cifra más baja del pa/sado ejercicio incluye ingresos extraordinarios -estimados en / 30 mil millones- derivados de la reforma fiscal. Este año fiscal, en cambio, la misma reforma dará lugar a una reducción de los in/gresos.

Debe admitirse que las cosas no son fáciles. Reconociendo / que la carne fiscal es débil, el Congreso inventó en 1985 un pro/ceso más o menos automático por el que el tema se salía de sus / manos. En virtud de la ley Gramm-Rudman, en efecto, se fijaron / unos objetivos que debían permitir alcanzar un presupuesto equilibrado en 1991. Resultó sin embargo, que el Tribunal Supremo in/

validó el proceso de reducción automática de los gastos, y también, por otra parte, que los objetivos fijados resultaron poco realistas, por lo que se ha debido aplazar hasta 1993 la vuelta al equilibrio.

La versión reformada de la ley Gramm-Rudman establece unos recortes de 23 mil millones para el año fiscal de 1988. Si estos se consiguen, el déficit será de unos 160 mil millones, con lo / que, aún en el caso de que la negociación concluya satisfactoriamente, la tendencia del déficit a la baja está lejos de ser clara.

Solo una pequeña parte del gasto presupuestado -1,002 billones de dólares- es susceptible de ser reducida. Los recursos destinados al pago de los intereses -unos 140 mil millones- de la / deuda existente no pueden ser tocados. Tampoco lo pueden ser las cantidades destinadas a personas individuales, como las de la / seguridad social, que suponen un 40% del gasto. Esto deja sólo / 340 mil millones (34%), de los cuales la mayor parte van a defensa.

Reducir los 148 mil millones de déficit sólo a través de recortes del gasto es, según los expertos, altamente complejo, ó / imposible. Por esto se habla tanto del incremento de los ingresos.

Por otra parte ahí está la discusión en curso acerca de si conviene o no reducir el déficit en un momento de débil crecimiento económico... Todo ello hace que el tema resulta particularmente ingrado, hasta el punto de que no pueda pensarse en una reducción apreciable del déficit hasta el año fiscal de 1990, ya con nuevo presidente, al que corresponderá bajar tal déficit de 136 a 100 mil millones. Los mercados, mientras tanto, se han dado cuenta de la inutilidad de confiar en fórmulas mágicas, y de ahí su comportamiento y su desconfianza.

LA SUBIDA DE IMPUESTOS: ¿UNA SOLUCION O UN DISPARATE?

Según escribe Leonard Silk en The New York Times y recoge el Herald, justo en el momento en que el presidente Reagan y / el Congreso han empezado a negociar con vistas a encontrar un compromiso para reducir el déficit presupuestario -y esto sólo después de que se produjera la hecatombe de la bolsa- aparece una heterogénea alianza de economistas que advierte que la disminución del déficit a través del aumento de la fiscalidad y / de la reducción del gasto podría ser una mala cosa en un mal / momento.

Robert Eisner, un profesor de economía de Northwestern / University y presidente de la American Economic Association ha atacado los posibles recortes presupuestarios diciendo que podrían conducir a un desastre. "Esto sería como un regreso insensato a la política económica de Herbert Hoover", comenta.

Paul Davidson, otro profesor del ramo de la Universidad / de Tennessee y editor del Journal of Post-Keynesian Economics, afirma que, después del hundimiento del mercado, un aumento / de los impuestos y una reducción de los gastos presupuestarios para reducir el déficit "puede incrementar las presentes ten--dencias recesionistas y llevarnos a otra Gran Depresión".

También algunos de los mayores defensores del Reagan y de la economía de la oferta, tales como Paul Craig Roberts, de / Georgetown University, y Jude Wannisky, director de Polyconomics Inc., se oponen a la reducción del déficit a través del aumento de la fiscalidad, por entender que éste tendría el "efecto per-verso de reducir los ingresos procedentes de los impuestos". / A su juicio, unos mayores tributos congelarían la economía, re



ducirían las rentas de las personas y de las empresas y disminuirían la recaudación fiscal.

Reagan, por su parte, si bien mandó a su gente a negociar con el Congreso, ha continuado sosteniendo que se resistirá a cualquier subida impositiva, si bien se ha mostrado dispuesto a aceptar medidas que pudieran "reforzar los ingresos". Un editorial del The Wall Street Journal advertía que el espectáculo de un presidente renunciando a lo que todo el mundo sabe que / son sus creencias difícilmente podría dar confianza a los mercados.

Todo esto es lo que dicen tan diversos y contrapuestos compañeros de viaje como son los keynesianos progresistas y los / supply-siders. ¿Tiene todo ello sentido?. ¿Es hoy tan necesario reducir el déficit como lo era antes del crash bursátil?.

Desde luego, no todos los keynesianos comparten los puntos de vista de Eisner y Davidson en el sentido de que el saneamiento presupuestario llevará a la recesión. Lawrence Summers, profesor de economía de Harvard, llama a Eisner y Davidson keynesianos radicales (hard-core keynesians) y los contrapone a los "keynesianos eclécticos" tales como los profesores Robert Solow y Paul Samuelson, ambos del MIT. Estos, por su parte, forma una sorprendente alianza intelectual con conservadores del tipo de Martin Feldstein, de Harvard, y de David Rockefeller, el banquero, así como con otros muchos empresarios y financieros, todos los cuales presionan para que el déficit presupuestario / sea efectivamente reducido. Este mismo amplio grupo advierte / que si el presidente y el Congreso no llegan a un acuerdo, el fracaso afectará a los mercados y se producirá una nueva caída.

Es verdad que la errónea política del presidente Hoover / después del crash de 1929 acentuó la debilidad de la economía y la empujó hacia la depresión. El razonamiento de la administración Hoover fué que para equilibrar el presupuesto se debía

aumentar los impuestos. La Federal Revenue Tax de 1932 casi dobló los tipos impositivos.

¿Tendrían efectos igualmente negativos hoy, las eventua- / les medidas destinadas a reducir el déficit presupuestario?. La respuesta es que no necesariamente. Lo que es crucial es que / las medidas destinadas a reducir el déficit sean compensadas / con acciones de la Reserva Federal para flexibilizar la política monetaria, al objeto de reducir los tipos de interés, facilitando los créditos al consumo y el gasto, estimulando la inversión de las empresas y reforzando los mercados de acciones y de bonos.

¿Pero por qué debe reducirse el déficit presupuestario / ahora?. Primero, porque facilitaría la labor de la Reserva Fe- deral en su política de reducir los tipos de interés, en un momento en que el dólar está sometido a fuertes presiones y en / que el país sufre las consecuencias de un gran déficit de su / balanza comercial y de pagos.

Si los tipos de interés de Estados Unidos deben ser redu- cidos sin que ello equivalga a lanzar al dólar en una caída libre hará falta la cooperación de los otros países industriales al objeto de coordinar los tipos de interés y de cambio. Una / rápida caída del dólar podría desencadenar la inflación, repa- triar los capitales extranjeros y empujar arriba los tipos de interés, obstaculizando la inversión y la construcción de vi- vendas y, en último término, provocando una recesión.

Algunos economistas, tales como George Perry, de la Broo- kings Institution, estiman que una reducción del déficit de / 1988 en 23.m.m. de dólares -que es todo lo que la Casa Blanca y el Congreso consideran en estos momentos- sería una gran / frustración para los mercados. Los precios de los bonos caerían y los tipos de interés crecerían de nuevo. Perry estima que la reducción del déficit debería ser de 40 m.m. este año y de 60 m.m. el próximo, si nó más. Según él, la economía, que sigue /

expandiéndose, podría absorber estas acciones y salir beneficiada por ellas.

Muchos de los economistas más respetados subrayan que para que tuviera un efecto real sobre los mercados, la reducción presupuestaria debería ser parte de un plan sólido y a largo / plazo. Solow decía hace unos días: "La caída del mercado hace mucho más difícil la operación de salvamento, pues puede conducir a una recesión". Pero aún así, cree que debe llevarse a / cabo la disminución del déficit a lo largo de varios años. Samuelson entiende también que tal reducción "tendría un efecto ligeramente depresivo, por lo que la contracción presupuestaria debería ir acompañada de un aumento de los estímulos monetarios en el grado que resulte preciso".

## AUGE Y CAIDA DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

### Divorcio entre la economía real y la financiera.

La recuperación de los beneficios empresariales, las buenas expectativas que presentaban nuestras principales magnitudes económicas generales (PIB, consumo, inversión, balanza de pagos y creación de empleo), la entrada de inversión extranjera estimulada por el acceso de España al mercado comunitario y el auge de las principales Bolsas mundiales, han constituido las principales causas que han impulsado con fuerza las decisivas subidas en nuestras Bolsas de valores. Así, por ejemplo, Madrid vió aumentado su índice general en un 228,6% entre el 1 de enero de 1.986 y el 6 de octubre último; el sector de la construcción lo hizo en un 581,5% y el bancario en un 318.54%, por citar solo algunos de los ejemplos de índices que crecieron por encima de la media.

¿Reflejaban estos aumentos de los valores bursátiles elevaciones semejantes en los valores reales?, e incluso admitiendo que la Bolsa siempre exagera pero no debe inventar, era cierto que ¿la economía real se estaba recuperando con la suficiente rapidez para poder explicar estas alzas o se estaba produciendo por el contrario una clara y creciente separación entre la economía financiera (representada por los valores bursátiles) y la realidad económica (tal como la reflejaban los datos de las empresas)?. Quizás una forma de ofrecer una primera respuesta a estas preguntas decisivas sea comprobar los valores del PER de las Bolsas españolas (\*). Si a esos valores del PER acudimos comprobaremos que, a

-----

$$(*) \text{ PER (beneficios) } = \frac{\text{nº de acciones} \times \text{precio de la acción}}{\text{beneficio neto}}$$

—

Otra forma de comprobar la inflación de los valores bursátiles era la de valorar su rentabilidad. El alejamiento del rendimiento de los valores bursátiles del rendimiento obtenido por la inversión alternativa en obligaciones o créditos era excepcional. En efecto, si analizamos la rentabilidad por dividiendo a principios del mes de octubre de las

100 principales sociedades cotizantes de la Bolsa de Madrid, sólo en un caso se superaba el 10%, nueve ofrecían más del 5% y quince sociedades ofrecían una rentabilidad por dividendo inferior al 1%. Esas rentabilidades estaban alejadas de los tipos reales de interés pagados sobre obligaciones o préstamos.

El comportamiento alcista de las cotizaciones de la Bolsa olvidando el crecimiento paralelo de los tipos de interés real, también manifestaba un divorcio difícil de sostener a lo largo del tiempo y especialmente el aumento de las compras de valores a crédito, paradójicamente creciente con el propio incremento de los tipos de interés.

Todas estas razones técnicas y elementales ponían de manifiesto que, especialmente a lo largo del año 1.987, se había producido un claro divorcio entre la economía real y la financiera y una carencia de lógica entre las propias alternativas abiertas a la inversión financiera. Podría hablarse así con fundamento de que la "fiebre bursátil" se había vuelto a desatar en 1.987. Un regreso masivo de ahorradores volvían de nuevo a los mercados de valores que habían abandonado a partir de 1.974. Una gran mayoría de esos ahorradores lo hicieron atraídos por las fuertes plusvalías que podían obtener en cortos periodos de tiempo y muy pocos atendieron a la rentabilidad de los dividendos y ampliaciones. Esta vuelta a la Bolsa se hacía utilizando las nuevas alternativas ofrecidas a los ahorradores pues ahora -gracias al crédito al mercado- era posible aumentar considerablemente la inversión financiera sin que la falta de ahorro previo fuese un obstáculo para ello.

Esas elevaciones de las Bolsas de valores parecían gratificantes para todos los agentes económicos... e intérpretes

políticos. La Bolsa de valores se manejaba, en efecto, por las declaraciones oficiales como un testimonio de la buena situación económica del país que, sin duda, exageraba peligrosamente la realidad mucho más modesta -aunque muy positiva- de los resultados económicos. El consumo de los particulares aumentaba y se variaban sus pautas por el "efecto riqueza" que producía el auge de las cotizaciones sobre el gasto. Así, por ejemplo, se dispararían las ventas de automóviles, especialmente los de importación, aumentando también la demanda de bienes duraderos y la de viviendas asociada a las plusvalías bursátiles. El auge de la Bolsa facilitaba también la financiación de las empresas al permitir la fácil colocación de sus nuevas emisiones. Los beneficios de las instituciones financieras se elevaban, en fin, por el crecimiento de los "beneficios atípicos" procedentes de las liquidaciones de sus carteras y su sucesivas reinversiones. Se vivía, en definitiva, una situación de esplendor (no correspondido con la economía real) en la que todo subía y todos parecían ganar.

Al nivel alcanzado por las cotizaciones en el mes de octubre del 87 algunos de los analistas de nuestro mercado bursátil acusaban a éste de padecer el "mal de altura", lo que en opinión de muchos expertos requería un "ajuste técnico" en forma de realizaciones de beneficios que volviesen las cotizaciones a un nivel menos alejado de los valores de la economía real. Ese "ajuste técnico" se inició el día 7 de octubre y desde este día hasta el "lunes negro" ya había significado un descenso del índice general de Madrid en más de 26 puntos, es decir, una pérdida del 8%. Los analistas financieros más pesimistas predecían que todavía podía prolongarse el descenso entre 10 y 20 puntos más a lo largo de los meses de octubre y noviembre pero nadie esperaba el cataclismo que iba a producirse a partir del 19 de octubre.

### La crisis por contagio.

Los sucesos del "lunes negro" en Wall-Street se transmitieron rápidamente al resto de las bolsas mundiales. "El día después" le llegó a las bolsas de valores españolas casi inmediatamente, como consecuencia de la interdependencia de los distintos mercados. La crisis bursátil ha mostrado la internacionalización o globalización de la economía mundial. Las bolsas españolas sufrieron importantísimos retrocesos: Madrid cayó 17,35 puntos, Barcelona 40,66, Bilbao 15,68 y Valencia 11,12.

Ese paralelismo en la evolución de las bolsas es enormemente significativo; incluso la primera subida, tras el "lunes negro", en Tokio, y Nueva York se ve correspondida por la subida de Barcelona; no así por la de Madrid que seguía sin entrar casi en liquidez. La primera semana de crisis se cierra en Madrid con una caída de más de 47 puntos y con enormes tensiones. No obstante, lo peor estaba por llegar.

Los problemas de liquidez que atravesaban algunos inversionistas españoles y extranjeros llevaron a las sesiones del 26 al 29 de octubre a situaciones vendedoras en las que no parecía importar el precio a que se realizaron las operaciones con tal de que éstas se pudieran producir.

En estos días la bolsa de Madrid pierde otros 42,95 puntos; siendo especialmente dramática la sesión del jueves 29 en la que Madrid cae un 9,27%, Barcelona el 9,44%, Bilbao el 7,27% y Valencia el 6,88%.

La primera semana del presente mes se mantiene una tensa calma en espera de noticias sobre la estabilidad del dólar.



La falta de acuerdo internacional para sostener a la moneda norteamericana provoca un nuevo desplome de la misma que empujó nuevamente a todas las bolsas internacionales. Madrid el día 10 de noviembre se situó en 221, Barcelona en 328,88, Bilbao 290,29 y Valencia 207,40. En un mes el índice general de Madrid ha caído casi un 30%. Por sectores, los más afectados son los que tenían el PER más alto, es decir: químico, con un 36%; alimentación, que ha caído un 38%; construcción 39% y siderometalúrgico con más de un 42,5%. Aunque se ha producido una caída general, ésta no ha sido indiscriminada, afectando especialmente a aquellos sectores donde se había producido una separación mayor con las cuentas de resultados de las empresas. El sector menos afectado ha sido el eléctrico, que es el que presentaba mejores expectativas de rentabilidad por dividendo, así como el PER menor.

Las compras de valores a crédito superarían entre enero y octubre de 1.987 los 200.000 millones de pesetas. Lo que representa un motivo adicional de tensión puesto que ante las fuertes pérdidas de las cotizaciones de las acciones existen grandes dudas sobre la posibilidad de respuesta al crédito y sobre quién será el último afectado.

### **Las peculiaridades de la baja bursátil española.**

Dentro de esa tónica dominante de caída generalizada de las cotizaciones, las peculiaridades españolas han estado en dos frentes: 1º) en la dificultad de las realizaciones de los valores en nuestros mercados bursátiles y 2º) en los dispositivos montados por las autoridades para responder a la crisis bursátil.

El primer hecho diferencial de nuestras bolsas ha residido en que éstas por motivos económicos y técnicos no consintieron la caída libre de los valores. Se ha dicho que nuestros mercados de valores son muy "estrechos" aludiendo a su limitada capacidad de compra y es sabido que la caída libre en una sola sesión bursátil estaba limitada técnicamente al 10%. La consecuencia de estas dos características ha sido una iliquidez alarmante de nuestro mercado de valores que le hacía perder uno de sus signos distintivos en todo el mundo: la liquidez potencial abierta a todos los valores, en todo momento. El sentido de "ratonera" de la bolsa española que apreciaron algunos inversores extranjeros ha calificado mal a nuestros mercados de valores, culminando esos acontecimientos en la crítica sesión del 29 de octubre, en la que nada se podía vender ni comprar. Esta experiencia, que mostraba las graves insuficiencias del mercado de valores español como mercado eficiente, enseñaba algo que había que haber hecho antes del 20 de octubre: ampliar los límites de caída de las cotizaciones para que el mercado aportase oferta y demanda. Lo que se hizo tarde en la semana siguiente (2-9 de noviembre) y con el coste y las críticas consiguientes.

**Políticas compensatorias de las autoridades monetarias: peculiaridades españolas.**

Las respuestas de las autoridades monetarias de la mayoría de los países desarrollados ante la crisis bursátil fueron homogéneas facilitando el crédito preciso al mercado; lo que marcaba la diferencia con los acontecimientos vividos en 1.929. Si se debía de evitar un desplome brutal de las cotizaciones había que inyectar liquidez en el sistema, lo que significa en la actualidad bajar los tipos de interés a cor-

to plazo. En nuestro país, el Banco de España redujo en una sóla sesión el tipo de interés de la subasta de Préstamos de Regulación Monetaria, 1,37 puntos, decisión sin precedentes en nuestra historia monetaria reciente. Sin embargo, no fue ésta la más importante de las medidas adoptadas para evitar la desmoralización del mercado. Tras la triste sesión matinal del 29 de octubre de la Bolsa, en la tarde de ese día se reunían los Presidentes de los grandes Bancos españoles en el Banco de España y se articulaba un mecanismo de protección "peculiar" que la prensa económica ha aireado y que de atender a esas opiniones consistiría en lo siguiente:

- \* El Banco de España confecciona diariamente una lista de valores que entrega a los distintos bancos (diferente para cada entidad). La lista fija los valores que deben contratarse y su cotización.
- \* Cada Banco privado compra -si es preciso- los valores que se le han indicado a los precios de sostenimiento del mercado.
- \* Cada Banco privado registrará en su Cuenta de Resultados el beneficio/pérdida de esas operaciones. El Banco privado soporta la pérdida y en un futuro la política financiera del país decidirá sobre las posibles compensaciones a esas pérdidas.

Un sistema tan expeditivo devolvió la tranquilidad que el mercado había solicitado de las autoridades poniendo tregua a la crisis de confianza y asegurnado la liquidez de los valores a algún precio. Sin embargo, ese sistema descansa sobre bases endebles y discutibles pues puede generalizar apo-

yos a las cotizaciones disminuyendo el riesgo que deben asumir siempre los inversores en los mercados de valores.

### Especulaciones sobre las consecuencias de la caída de la Bolsa.

Aunque apenas existe perspectiva temporal para poder cuantificar los efectos de las fuertes caídas bursátiles, se ha especulado ya sobre los mismos, pudiendo diferenciarse los efectos financieros en sentido estricto y las consecuencias de la crisis bursátil que afectarán a la economía real.

#### 1. Efectos financieros.

- a) Pérdida de confianza en el sistema, es la principal consecuencia de la crisis bursátil, lo que está provocando una huída tanto del pequeño ahorrador como de la inversión extranjera de la bolsa. El pequeño y mediano ahorrador ha sufrido un fuerte quebranto en sus ahorros y trata de salirse de sus valores al precio que sea, especialmente el que se ha sentido atraído por el mercado de capitales en los últimos meses. Parte de estos ahorradores habían adquirido sus valores a crédito solicitándolo tanto ante la Junta Sindical como apelando al crédito bancario; con lo que no sólo se les han reducido sus plusvalías sino que han contraído fuertes deudas que pueden representar una contracción del consumo privado futuro.

Por otro lado, la inversión extranjera ha sufrido la imposibilidad de dar liquidez a sus valores con rapi-

dez por la estrechez del mercado y por las limitaciones técnicas de las caídas; ello ha levantado una fuerte crítica al funcionamiento de nuestras bolsas, lo que quizá tenga efectos negativos, de cara a nuevas entradas de capital extranjero en el futuro. La falta de liquidez de los mercados es algo que difícilmente olvidará el inversor extranjero que buscaba realizar sus plusvalías y necesitaba liquidez para cubrir las pérdidas en que había incurrido en otros mercados.

- b) Problemas de financiación para las empresas que cotizan en bolsa. Las fuertes caídas y la pérdida de confianza han determinado la suspensión de algunas ampliaciones de capital, lo que hará necesario acudir a la emisión de renta fija o al endeudamiento bancario; lo que lógicamente provocará un aumento de los costes financieros para las empresas con la consiguiente pérdida de competitividad que ello representa.
- c) Fuertes pérdidas en las carteras institucionales. Los resultados extraordinarios de algunas instituciones como el sector bancario, se verán fuertemente disminuidas por las fuertes caídas; asimismo, es esperable un aumento del número de impagados, especialmente de los créditos concedidos para la adquisición de acciones que crecieron un 12% en el mes de septiembre. ¿Cuáles serán los beneficios del último trimestre de 1.987 en las instituciones financieras?. ¿No estarán afectadas muchas cuentas de resultados por su componente de beneficios atípicos (que recogían las plusvalías bursátiles?. Esto es algo que aún tardaremos en saber.
- d) Los movimientos especulativos a corto plazo probablemente reforzarán su presencia, lo que aumentará el

clima de incertidumbre. Todo ello dará lugar a una fuerte movilidad del dinero en todo el mundo y quizás a un importante aumento del precio del oro.

- e) Como factores positivos para nuestro país hay que mencionar la mayor racionalidad y profesionalidad bursátil que debe de surgir de esta situación y la posible reducción de los tipos de interés en los mercados monetarios (dependiente del déficit público). Como han destacado todos los comentarios la nueva estrategia racional de inversión en el mercado español de valores pasa por la necesidad de reorganizar las carteras hacia los valores de mayor capitalización y liquidez (Blue-chips), así como hacia aquellos más sólidos desde el punto de vista del análisis fundamental, es decir, los más cercanos a la realidad económica.

## **2. Consecuencias para la economía real.**

Todavía es pronto para poder cuantificar los efectos que la crisis bursátil puede provocar sobre la economía real; pero ya empiezan a aparecer algunos signos significativos en la economía de otros países como el hecho de que en Estados Unidos se han anulado el 80% de las solicitudes de adquisición de automóviles de importación y otros bienes duraderos. Un movimiento que se trasladará a España. Sobre esa traslación a nuestro país de las consecuencias de la crisis bursátil hay quien se ha lanzado a predicciones precisas sobre el consumo, la inversión y el empleo en un ejercicio de singular imaginación. Es evidente que todas esas variables serán afectadas en 1.988 pero conocer en cuanto requiere precisar la magnitud de las pérdidas bursátiles, hoy todavía una incógnita. Y asegurar que la crisis bursátil ha concluido lo que desgraciadamente no es cierto.

Si Estados Unidos inicia la necesaria reducción de su déficit público, tanto mediante menores gastos como por aumento de los impuestos, provocará efectos negativos sobre su crecimiento futuro, que en parte se compensarán con un menor déficit comercial. Pero esta última circunstancia puede afectar muy negativamente a los ritmos de crecimiento de Japón y Alemania, que se sustentan sobre su sector exterior; todo ello puede significar el inicio de una temida recesión económica internacional. Asimismo las fuertes inyecciones de liquidez al sistema y las reducciones de los tipos de interés pueden impulsar los rebotes inflacionistas; en nuestro país se pueden truncar los efectos de la política monetaria restrictiva que se estaba aplicando.

La solidez de la economía no justificaba un recorte tan profundo de las cotizaciones, pero una vez que éste se ha producido, el daño que puede ocasionar a la economía real es impredecible a corto plazo.

CUADRO 1

VALOR DEL P.E.R. EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE CAPITAL  
 (Valor a 31-XII-86)

| PAIS              | P.E.R. |
|-------------------|--------|
| JAPON .....       | 45,7   |
| ITALIA .....      | 21,0   |
| FRANCIA .....     | 19,0   |
| ESPAÑA .....      | 16,0   |
| ALEMANIA .....    | 14,7   |
| SUIZA .....       | 14,3   |
| U.S.A. ....       | 14,1   |
| REINO UNIDO ..... | 13,4   |
| SUECIA .....      | 13,2   |
| HOLANDA .....     | 10,0   |

Fuente: Capital internacional.



CUADRO Nº 2

EVOLUCION RECIENTE DEL P.E.R. Y SUS COTIZACIONES DE LA BOLSA DE MADRID

|                   | 14 de Septiembre |        | 6 de Octubre |        | 19 de Octubre |        | 5 de Noviembre de 1987 |        | Caída % (*) |        |        |       |       |        |
|-------------------|------------------|--------|--------------|--------|---------------|--------|------------------------|--------|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|
|                   | Cotiz.           | PER 86 | PER 87       | Cotiz. | PER 86        | PER 87 | Cotiz.                 | PER 86 |             | PER 87 |        |       |       |        |
| Bancario          | 377,7            | 27,51  | 19,77        | 418,54 | 30,48         | 21,91  | 384,6                  | 28,00  | 20,13       | 7      | 302,62 | 22,04 | 15,84 | -27,70 |
| Eléctrico         | 149,8            | 13,30  | 12,20        | 149,44 | 13,27         | 12,17  | 135,4                  | 12,02  | 11,03       |        | 117,24 | 10,41 | 9,55  | -21,51 |
| Alimentación      | 352,7            | 69,78  | 44,27        | 369,09 | 73,02         | 46,32  | 336,7                  | 66,61  | 42,26       |        | 228,57 | 45,22 | 28,69 | -38,07 |
| Construcción      | 640,1            | 46,22  | 26,30        | 681,5  | 49,21         | 28,00  | 629,5                  | 45,45  | 26,74       |        | 414,78 | 29,95 | 17,04 | -39,14 |
| Siderometalúrgico | 614,6            | 35,09  | 30,43        | 612,94 | 34,99         | 30,34  | 560,0                  | 31,97  | 27,73       |        | 352,57 | 20,13 | 17,45 | -42,48 |
| Comunicación      | 186,2            | 21,49  | 18,38        | 180,24 | 20,80         | 17,79  | 166,0                  | 19,16  | 16,39       |        | 125,75 | 14,51 | 12,41 | -30,23 |
| Químico           | 536,9            | 42,76  | 34,58        | 509,84 | 40,60         | 32,81  | 468,0                  | 37,27  | 30,64       |        | 324,56 | 25,85 | 20,90 | -36,34 |
| Varios            | 197,7            | 37,58  | 33,95        | 197,17 | 37,58         | 33,95  | 180,7                  | 34,35  | 31,03       |        | 137,86 | 26,20 | 23,67 | -30,08 |
| TOTAL             | 316,42           | 26,35  | 20,82        | 328,6  | 27,36         | 21,62  | 302,51                 | 25,19  | 19,90       |        | 230,97 | 19,23 | 15,20 | -29,71 |

(\*) Caída de la cotización, en %, respecto a la del 6 de octubre

| INTERPRETES<br>HECHOS  | AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA   | INFORMES CONFIDENCIALES   |
|--|---|---|
| EFECTO DOMINO  | <p>- J. A. Aguirre ("5 Dias": 2-8-87)</p> <p>"La Bolsa española no contabiliza en su historia financiera nada - que se parezca a esos desastres de Wall Street. Si ahora lo padecemos es por contagio, y cuando nuestra economía, tras un duro - ajuste, recuperaba las tasas de crecimiento..."</p> <p>- F. Frollengue ("Expansion": 21-X-87)</p> <p>"El entorno internacional cada día influye más".</p> <p>- E. de Benito ("ABC": 9-11-87)</p> <p>"La gran caída de la bolsa de Nueva York ha hecho que caigamos todos en la cuenta del fenómeno conocido como internacionalización de la - economía".</p> | <p>- Suponiendo que el contexto interna- cional evolucione de acuerdo con - las previsiones de la mayor parte de los analistas nuestros cálculos estiman que tendremos que soportar una presión vendedora en torno a - 50.000 millones de pesetas de inver- siones extranjeras y algunas orde- nes de venta de inversiones particu- lares nacionales "Asesores Bursáti- les: El mercado bursátil español - crisis y reacción" Octubre 87.</p> |
| DIVORCIO ENTRE<br>LA ECONOMIA REAL<br>y<br>LA FINANCIERA             | <p>- C. Lacace ("Expansión": 30-X-87)</p> <p>"Todos los profesionales hemos sos- tenido que la solidez de la econo- mía española no justificaba un re- corte tan profundo de las cotiza- ciones. Pero una vez que este re- corte se ha producido, el daño que éste pueda causar a nuestra econo- mía real es impredecible".</p>   |   |
| ESPECULACION (EL<br>JUEGO DEL CASINO,<br>SIN ASUNCION DE<br>RIESGOS) | <p>F. Frollengue ("Expansión 30-X-87)</p> <p>"Se habían alcanzado altas cotas de precios, justificados solamente para una parte de los valores, mien- tras que otras empresas poco sóli- das habían llegado a cambios absur- dos por efecto simpatía desatando - la especulación".</p>  | <p>"El exceso de especulación, la codi- cia, la falta de profesionalidad, - puede provocar que los valores se - despeguen de la marcha normal de la economía".</p> <p>CORBAN "ESPACIO FINANCIERO" nº 5<br/>Noviembre 87.</p>  |
| INFORMATIZACION<br>DE LOS<br>MERCADOS                                | <p>- Jaime Roig Cabrero ("Expansión 3-XI /87)</p> <p>"La incidencia que sobre las bol- sas ha tenido la utilizaci' on cre- ciente de ordenadores".</p> <p>- I. Garraida ("Expansión": 21-X-87)</p> <p>"Una excesiva informatización pue- de intensificar las oscilaciones".</p>   |   |

| PRENSA  | BANCA Y ANALISTAS FINANCIEROS (A.F.)   | ECONOMISTAS   |
|---|--|---|
| <p>- ("La Vanguardia": Editorial 20-X-87)</p> <p>"...España sentirá inevitablemente los efectos del "crack". Al fin y al cabo, el problema rebasa el marco de las economías nacionales y el destino de España está claramente unido al de la C.E.E."</p> <p>- ("Tiempo": 2-XI-87)</p> <p>"cuando E.E.U.U. estornuda, Europa se refria y España coge una pulmonía"</p>   | <p>- A. F. ("ABC": 2-XI-87)</p> <p>"La creciente internacionalización de los mercados es un dato básico para interpretar dicho efecto; hay valores que cotizan simultáneamente en varias Bolsas; el arbitraje entre ellas, hace el resto."</p>   | <p>J.K. Galbraith ("El País": 30-X-87)</p> <p>"El comentario de J. Baker, afirmando que era probable que se dejara descender aún más las cotizaciones del dólar, produjo una inseguridad predecible en los japoneses y demás inversores y contribuyó a una mayor aceleración en la liquidación de los valores".</p> <p>-P. Schwartz ("Expansión": 21-X-87)</p> <p>"La causa directa de la caída de la Bolsa ha sido el comportamiento de de Wall-Street".</p> |
| <p>- ("El País": editorial 30-X-87)</p> <p>"El alza de las bolsas occidentales rompió las amarras con la realidad de las empresas y lo que se produce ahora es un ajuste de los fenómenos financieros al mundo real".</p> <p>-("ABC": editorial 30-X-87)</p> <p>"Es natural que cuando los potentes acorazados financieros de las Bolsas de Tokio, Nueva York, Londres o París son arrastradas por el oleaje, no se puede esperar una situación espléndida para nuestro mercado de valores".</p> <p>- ("Mercado": editorial 30-X-87)</p> <p>"Los mercados de valores nacionales han caído en una dinámica suicida, que ha llevado a poner precios astronómicos a empresas en quiebra".</p>  | <p>- J.M. AGUIRRE GONZALO ("ABC": 2-XI-87)</p> <p>"No se mira lo que representa el valor, sólo se tiene en cuenta si se le puede hacer subir, y así se ve con las cotizaciones superiores a la par valores de sociedades que van muy mal, que no reparten dividendos y que no se ve que puedan hacerlo en un plazo prudente".</p>  | <p>-J. . Galbraith ("El País": 30-X-87)</p> <p>"El público compraba porque el mercado subía, pensando en liquidar antes de que bajara. Sufrimos la locura de las adquisiciones y las primas".</p>   |
| <p>- ("Mercado": Editorial 30-X-87)</p> <p>"Las Bolsas españolas han sido incapaces de postrarse en los últimos años a la tentación de convertirse en el gran zoco de la especulación".</p> <p>- ("El País": Editorial 18-X-87)</p> <p>"La especulación que parece haberse desatado en todo el mundo ha provocado subidas indiscriminadas, en las que el valor de los títulos cotizados ha dejado de tener relación con la situación real de las empresas. Cuando las tornas cambian, no tienen por qué extrañar que la baja sea también indiscriminada".</p> <p>- ("Tiempo": 2-XI-87)</p> <p>"Ha sido suficiente una sola jornada para que los inversores recién llegados a la Bolsa se hayan dado cuenta de que éstas no es un juego en el que casi siempre se gana".</p> | <p>- J.M. AGUIRRE GONZALO ("ABC": 2-XI-87)</p> <p>"Estalla la fiebre bursátil. Al llegar este momento la Bolsa adquiere su carácter de sala de juego y se convierte en un casino donde se va a jugar".</p> <p>- J.A. Torrero ("Tiempo": 2-XI-87)</p> <p>"En las Bolsas había una burbuja de especulación que en algún momento tenía que estallar".</p> <p>- M. Poo ("Tiempo": 2-XI-87)</p> <p>"Hay muchos valores bursátiles que no resisten el más mínimo análisis fundamental y esto va a servir para que los inversores aprendan a diferenciar entre lo que es especulación y lo que no".</p> | <p>- J.K. Galbraith ("El País": 30-X-87)</p> <p>"...nos se volverá a operar en gran escala con aquellas pequeñas compañías que han sido el orgullo y la alegría de las inversiones de riesgo".</p> <p>- J.L. Leal ("El País": 22-X-87)</p> <p>"La compra de títulos ha aparecido ante los ojos de los ahorradores como una especie de juego de azar en el que era posible enriquecerse de la noche a la mañana".</p>  |
|   | <p>- El chairman de la New York Stock Exchange ("Expansión": 21-X-87)</p> <p>"El impacto en la propagación del temor de las noticias, que los ordenadores sirven al instante".</p> <p>- J.W. Stephen (creador del "Indice de Riesgo") ("Expansión": 21-X-87)</p> <p>"Las funciones de los agentes de bolsa han sido tomadas por los ordenadores que no son inteligentes y que obedecen a unas órdenes concretas, no actúan por sí solos. Si no reciben instrucción de parar, no paran".</p>  | <p>-J.K. Galbraith ("El País": 30-X-87)</p> <p>"Se dice que la informatización de los mercados ha ayudado a lo que ha sucedido. No estoy de acuerdo. La tecnología moderna difunde el desastre algo más rápidamente, pero no es demasiado importante."</p>  |

INFORME REVEL SOBRE CONCENTRACION BANCARIA  
EN ESPAÑA

RESUMEN Y CONCLUSIONES



## RESUMEN Y CONCLUSIONES

### INTRODUCCION

El propósito principal de este informe era analizar las cuestiones planteadas por la sugerencia de que el sistema bancario español ganaría en eficiencia si se efectuaran fusiones entre los bancos que componen su "núcleo central". No se han encontrado propuestas específicas (y es posible que no se hayan llegado a hacer en términos concretos), pero se supone que el resultado propuesto sería la reducción del número actual de siete grandes bancos a quizá cuatro, o incluso tres. Como correspondía a un informe basado en un enfoque académico y científico, hemos procedido a un examen detenido de los estudios teóricos y de la evidencia histórica y actual de otros países antes de abordar el problema inmediato de España. Ese examen preliminar de la cuestión ha ocupado los siete primeros capítulos del informe, dejando los dos últimos para la aplicación del análisis a España. En el capítulo 8 se ha hecho un estudio del sistema bancario español y de la posición de los siete grandes bancos, empleando exactamente los mismos métodos aplicados a otros países en los capítulos anteriores, pero profundizando más en las posiciones relativas de cada uno de los bancos. En este último capítulo vamos a utilizar la evidencia recogida para esbozar algunas conclusiones tentativas sobre las propuestas de fusión en el caso español. Al mismo tiempo, el capítulo pretende ser un resumen útil y conciso de las diversas cuestiones que se han estudiado en el resto del informe.

La validez del enfoque adoptado depende enteramente de una suposición tácita, a saber: que los sistemas bancarios de todo el

mundo, cualesquiera que sean las diferencias de estructura y métodos de operación que puedan mostrar en la actualidad, han seguido unas pautas de desarrollo muy semejantes, y responden más o menos de la misma manera a los estímulos de la competencia o a las regulaciones gubernamentales. Esto equivale, en realidad, a suponer que la industria bancaria, al igual que otras industrias, posee ciertas características que trascienden las fronteras nacionales. Lo mismo que en la ciencia económica hay una división que denominamos economía industrial, así también hay una subdivisión que podríamos denominar economía industrial de la banca. Cuanto más se estudia la evolución de distintos sistemas bancarios, en el pasado o en el presente, más pautas comunes se descubren entre ellos. Esta convicción es la base en la que se sustenta el método adoptado en este informe.

El análisis de esas pautas comunes es una manera útil de abordar las cuestiones de la política relativa a la banca. Ni que decir tiene que generalizaciones tan amplias no pueden servir sino de telón de fondo a cualquier discusión de la política a seguir, y no sería razonable que un extraño se aventurase, más allá de tales generalizaciones, a recomendar actuaciones concretas. Esa tarea compete únicamente a quienes posean un conocimiento mucho más directo de la situación española actual. Con todo, la experiencia de otros países es un argumento de peso, sobre todo en lo que se refiere a fenómenos observados en distintos países con sistemas bancarios muy diferentes y en diferentes épocas. Este informe es una compilación de datos teóricos, históricos y empíricos que pueden servir de ayuda a los agentes decisorios; el desprecio de esta información "de fuera" se traduciría probablemente en la adopción de decisiones menos acertadas.

## LA CONCENTRACION DE LOS SISTEMAS BANCARIOS

### El proceso de concentración

El proceso de concentración quedó resumido en el capítulo 2, sobre la base de los diversos estudios históricos e institucionales presentados en los capítulos 5 a 8. Hay ciertas diferencias de unos países a otros, pero en todos los países estudiados el sistema bancario ha experimentado un proceso de concentración gradual. En la mayoría de los casos, la formación de un sistema bancario moderno se inicia en la época en que comienza la industrialización del país. Así, por ejemplo, Gran Bretaña fue la primera en poner en marcha el proceso a finales del siglo XVIII, y casi todos los países de la Europa continental no lo iniciaron hasta mediados o finales del siglo XIX. Desde entonces el desarrollo y la expansión de los sistemas bancarios han dependido en gran medida de las transformaciones del sector industrial, en lo referente tanto a la estructura de las industrias como al tamaño de las empresas industriales y a su difusión geográfica dentro del país.

Los antiguos sistemas bancarios se componían en su mayor parte de pequeños bancos locales, pero ya desde los primeros tiempos hubo en muchos países un grupo reconocible de bancos de mayor envergadura con sede en los centros principales. A veces eran entidades que habían podido alcanzar dimensiones apreciables por operar dentro de un mercado amplio y concentrado, pero en otros países se fundaron bancos específicamente orientados a satisfacer las necesidades de las grandes compañías industriales de nuevo cuño. Tan pronto como empezó a haber desigualdad de tamaños entre los distintos bancos, los mayores empezaron a comerse a los pequeños. Por regla general, este proceso se desarrolló en un principio a escala regional, pero no hubo de



transcurrir mucho tiempo antes de que los grandes bancos nacionales ampliaran sus operaciones absorbiendo algunos de esos bancos que habían alcanzado ya ciertas proporciones gracias a la adquisición de otros más pequeños dentro de una región. En algunos casos los bancos menores reaccionaron formando asociaciones voluntarias con las que hacer frente a los mayores, pero casi todas esas asociaciones acabaron siendo absorbidas.

El proceso de concentración no ha seguido una marcha uniforme a lo largo del tiempo. Los estudios sobre fusiones de bancos ingleses en el siglo XIX que presentamos en el capítulo 5 pusieron de relieve la existencia de una conexión estrecha entre las fusiones y las crisis financieras, sobre todo durante la primera mitad del siglo. Los bancos cambiaban de manos porque estaban en apuros, y en momentos de crisis financiera el número de bancos en apuros era lógicamente mucho mayor. Hubo también fusiones en otros momentos y motivadas por otras causas, tales como la quiebra de un cliente industrial importante al que un banco relativamente pequeño había concedido préstamos cuantiosos, o el fallecimiento del propietario de un banco pequeño sin sucesor idóneo, pero la vinculación entre fusiones y crisis generales es inequívoca; el sistema bancario español la ha experimentado en los últimos años.

El primer estadio decisivo en la concentración de un sistema bancario se alcanza cuando algunos de los bancos mayores empiezan a operar en todo el país: son los primeros signos de que se está gestando un sistema bancario a escala nacional. En casi todos los países han perdurado durante bastante tiempo los sistemas bancarios regionales, o sus residuos; allí donde han desaparecido, ha sido únicamente en los últimos decenios. Esos sistemas bancarios regionales gozan de más larga vida en los países que cuentan con varios centros

financieros de influencia comparable en lugar de uno solo claramente predominante, o en estados federales como Alemania, Suiza o Australia.

El segundo estadio decisivo se alcanza con la aparición de un grupo pequeño y cerrado de bancos de gran tamaño; suelen ser los que operan a escala nacional, pero es frecuente que en el grupo se incluyan también durante largo tiempo los bancos regionales de mayor envergadura. No es este un fenómeno que se pueda fechar en un año determinado; más bien es un proceso de reconocimiento, por parte de las autoridades y del público en general, de la existencia de un grupo "nuclear" de bancos. Actualmente ese grupo dominante de grandes bancos existe ya en todos los países, incluso en los Estados Unidos, y en términos coloquiales se suele designar con expresiones como "los Tres Grandes", "los Siete Grandes", o cualquiera que sea el número de los bancos que se consideran integrados en él.

Se puede hacer una distinción neta entre dos tipos de sistema bancario, el inglés y el continental. En el sistema bancario inglés, y en los sistemas a los que ha servido de modelo, todos los grandes bancos dominantes han partido de orígenes modestos y han ido creciendo a lo largo del tiempo mediante adquisiciones y fusiones, mientras que en los países de la Europa continental lo normal es que tres o cuatro de los bancos que ahora componen el núcleo central se formaran en el siglo XIX para financiar los ferrocarriles y la industrialización. Estos bancos "metropolitanos", como a menudo se los llamaba, no necesitaban extensas redes de sucursales como las que habían sustentado el crecimiento de los bancos de tipo inglés, porque sus principales clientes eran siempre grandes compañías industriales. En muchos países continentales la tarea de captar depósitos quedó para los bancos más pequeños de ámbito local o regional, o para las cajas de ahorros y

bancos cooperativos, y los grandes bancos comerciales centraron su atención en el establecimiento de relaciones estrechas con la clientela industrial. Durante los últimos treinta años se han ido borrando las diferencias entre los bancos de ambos sistemas: los grandes bancos continentales han establecido redes de sucursales y han entrado en la banca al por menor, y los bancos ingleses han pasado de suministrar sólo capital circulante a sus clientes industriales a extender préstamos a medio plazo. En los dos últimos años la importancia creciente de los mercados de valores en todos los países ha desatado presiones tendentes a incorporar a los bancos las actividades de la banca de inversiones y de la gestión de valores. El modelo de banco de un país desarrollado se aproxima cada vez más al del banco universal, que a las actividades tradicionales del banco minorista, industrial e internacional une las de banco de inversiones y gestión de valores, aunque sin poseer necesariamente participaciones en el capital de sus grandes clientes.

El concepto de un núcleo central de bancos no es muy preciso, y la conciencia que tiene el público de su composición puede variar según el aspecto que se contemple. Con frecuencia el grupo aparece dividido en dos partes, reservándose la calificación de "grande" para sus miembros mayores. La pertenencia a este grupo lleva consigo tanto privilegios como obligaciones. El principal de los privilegios es la certeza de que el banco central del país no permitirá nunca la quiebra de uno de los bancos miembros. Ningún banco central ha adquirido jamás un compromiso público en este sentido, pero todo el mundo sabe que es así, aunque sólo fuera por el peligro de efecto dominó que tendría la quiebra de un banco grande. No es, desde luego, un privilegio exento de inconvenientes. En épocas de estabilidad finan-

ciera general, lo más probable sería que un banco perteneciente al núcleo que estuviera al borde de la quiebra por mala gestión fuera absorbido discretamente por otro de los miembros del grupo; en épocas de fragilidad del sistema bancario, como es la actual, ese privilegio se extiende a otros bancos no incluidos en el núcleo central. Así se ha demostrado en los casos de Continental Illinois y Johnson Matthey, si bien ambos tuvieron que pagar el precio de la nacionalización, al menos por un tiempo, como les ocurrió a los principales bancos alemanes e italianos a comienzos de los años treinta. El otro privilegio sustancial es que hasta hace pocos años los bancos centrales han tolerado la formación de cárteles dominados por los bancos del núcleo (y a veces hasta se han sumado a ellos) con miras al control de los tipos de interés y otras tasas. Esos cárteles han desaparecido en algunos países, pero todavía existen en muchos sistemas bancarios europeos. Hay otros privilegios que a menudo han tenido una importancia menor, como el de la exclusividad de ciertos tipos de negocio.

Los bancos del núcleo pagan un precio por sus privilegios. Están en el punto de mira de las medidas de la política monetaria, que los bancos comerciales más pequeños y otras entidades bancarias pueden saltarse a veces. Además de seguir a rajatabla las indicaciones explícitas del banco central, tienen que estar dispuestos a someterse a la suasión moral y a realizar ciertos tipos de operación en aras del interés público y en detrimento de sus beneficios. En los últimos años las medidas de política monetaria de los bancos centrales han tenido un área de aplicación mucho más amplia, con lo cual se ha reducido, de una manera o de otra, el precio de la supervivencia garantizada.

La característica más significativa del núcleo (o del grupo de unos pocos grandes bancos, si hay divergencias de composición entre

los dos grupos) es el ser altamente visible. Ya hemos visto que atrae especialmente la atención del banco central, pero también actúa como centro de atención del público en general. En todos los países existe un sentimiento populista latente que brota de un temor, en gran parte inconsciente, a los financieros y a los bancos. Ese sentimiento ha respaldado el antisemitismo en algunos países, la persecución de asiáticos en países africanos y la hostilidad hacia el poder financiero de los estados orientales de los Estados Unidos que se siente en los estados situados más al oeste. En sus momentos de menor lucidez, el público en general no distingue con facilidad al banquero del prestamista. En casi todos los países el sentimiento populista adopta la forma de un temor expreso al monopolio bancario, que significa que la presunción de monopolio en la banca se combate con mucha más energía que la presunción de monopolio en los imperios industriales.

El reconocimiento de la existencia de un pequeño grupo de bancos grandes encierra dos consecuencias para los bancos:

1. Si los grandes bancos del grupo desean hacerse aún mayores por fusión entre ellos, deben encontrar razones convincentes para ello y exponerlas al público.
2. Las fusiones de bancos pertenecientes al núcleo pasan a ser cuestión de importancia política, y requieren casi siempre la aprobación, expresa o tácita, de las autoridades.

Ambos factores están presentes en la actual propuesta española de incrementar la concentración entre los Siete Grandes, si bien de forma un tanto distorsionada. La situación está distorsionada porque lo que se solicita del gobierno no es que apruebe fusiones deseadas por la mayoría de los bancos, sino que él mismo se las imponga. Ha habido

situaciones en otros países en las que el gobierno, sin ser presionado, ha indicado discretamente a los bancos que no se opondría a nuevas fusiones entre los integrantes del núcleo, y ha habido también casos en los que el gobierno ha impulsado activamente las fusiones. En todos esos casos los bancos respondieron con gran animación, pero el caso español parece ser el único en que se insta al gobierno a forzar fusiones sin que haya una presión fuerte en ese sentido por parte de los bancos.

El proceso de concentración ha seguido adelante desde la aparición de los núcleos centrales de bancos, pero con algunos cambios. El primer cambio estriba en que, en general, a los grandes bancos ya no les interesa seguir adquiriendo bancos pequeños en apuros (la experiencia reciente de España es una evidente excepción a la regla); han sido casi siempre los bancos regionales de tamaño medio los que han adquirido los bancos pequeños en oferta. Las fusiones principales se han producido en muchos casos entre los propios grandes bancos. Han sido de dos tipos. El primero ha representado la desaparición final de los bancos más pequeños del núcleo, que tenían su base principal en una región determinada, al ser adquiridos por los bancos nacionales mayores. El segundo ha sido la fusión de dos grandes bancos del núcleo, ambos de ámbito nacional, a menudo de forma tal que el banco resultante tuviera una mejor distribución geográfica de sucursales. El otro rasgo que diferencia la época posterior a la aparición de un núcleo de bancos es el de que las fusiones entre éstos ya no han dependido tanto de la circunstancia de que uno de los dos bancos fusionados se encontrara en dificultades. Tan pronto como se anuncia la fusión de dos grandes bancos, otros comparables aspiran a restaurar su posición en la clasificación por tamaños mediante el

mismo procedimiento; son las fusiones que podríamos llamar defensivas. Ha habido una tendencia a que las fusiones se produjeran en oleadas, que afectaban a casi todos los bancos a intervalos irregulares. El resultado de todo ello ha sido, en general, una fuerte disminución del número de grandes bancos integrados en los núcleos a lo largo de este siglo.

Desde la Segunda Guerra Mundial ha habido dos movimientos que han tendido a frenar el grado de concentración de los sistemas bancarios. El primero, iniciado en los años sesenta, ha sido un enorme crecimiento de todas las formas de banca al por menor. Surgió en el período de pleno empleo, cuando la mayoría de las economías domésticas disfrutaban de una afluencia muy superior a lo que hasta entonces habían conocido, con el resultado de que hasta las familias de ingresos más bajos empezaron a utilizar los servicios de las instituciones financieras. Las entidades mutualistas estaban ya bien implantadas en la banca al por menor y se beneficiaron grandemente de la nueva situación. Otro factor fue que, durante los años sesenta y a menudo hasta más tarde, la actividad crediticia de los bancos comerciales se vio sometida a techos que rara vez se aplicaban en igual medida a las entidades mutualistas o a las compañías financieras; los bancos adquirieron compañías financieras, pero las entidades mutualistas no podían ser adquiridas por bancos organizados como sociedades mercantiles, y prosperaron. En muchos casos las cajas de ahorros, bancos cooperativos y bancos hipotecarios llegaron a alcanzar casi las dimensiones de los bancos más pequeños del núcleo; en otros, sus entidades centrales rivalizaron en tamaño con los mayores del núcleo. Poco a poco se fueron suavizando las restricciones que limitaban los tipos de actividad permitidos a las organizaciones mutualistas.



El otro movimiento que ha estorbado el proceso "natural" de concentración ha sido la entrada de bancos extranjeros, que en el Reino Unido comenzó en los años sesenta, pero no afectó a muchos otros países hasta la segunda mitad de los setenta. El peso y la influencia relativos de las sucursales y filiales de la banca extranjera varían mucho de unos países a otros. En un extremo están países como el Reino Unido y Bélgica. En el Reino Unido los bancos extranjeros son más numerosos que los comerciales del país, y colectivamente los superan en cuanto a depósitos totales y activos totales. En Bélgica los bancos extranjeros han sustituido exactamente en número a los pequeños bancos belgas que fueron absorbidos por otros también del país, y completan la distribución por tamaños por debajo de los pocos grandes; en España ha sucedido algo muy semejante, aunque en menor medida. En el otro extremo están Australia y los países escandinavos, donde hasta hace muy poco tiempo no se ha permitido el establecimiento de bancos extranjeros.

Un último factor que ha dificultado la concentración en unos pocos países ha sido el mantenimiento de reglamentaciones que restringen las áreas geográficas dentro de las cuales pueden funcionar ciertas entidades y abrir nuevas sucursales. El caso extremo es el de los Estados Unidos, en donde la prohibición de que los bancos abran sucursales en distintos estados y la necesidad de autorización para abrir nuevas sucursales dentro del área designada se han traducido en un grado muy bajo de concentración del sistema bancario en general, aunque no han impedido la formación de algunos bancos muy grandes. En algunos países europeos, particularmente en Italia, subsiste el control sobre la extensión geográfica, y ha tenido el mismo efecto de frenar la concentración.



### Concentración y competencia

El estudio de diversos sistemas bancarios llevado a cabo en capítulos anteriores ha puesto de manifiesto que el número de grandes bancos que componen el núcleo central y la proporción de los recursos totales del sistema bancario (interpretado en sentido lato, es decir, incluyendo en él cualesquiera entidades que compitan con los bancos comerciales en uno al menos de los diversos mercados bancarios) que controlan esos bancos varían notablemente de unos países a otros. En Europa los números más corrientes son tres y cuatro, y los siete bancos de España parecen estar maduros para la concentración; fuera de Europa hay trece en el Japón, y un número incalculable en los Estados Unidos. Dado que en todos los casos lo que determina el número de bancos comerciales privados de gran tamaño es la política gubernamental, lo primero que hay que preguntarse es qué factores toma en consideración un gobierno a la hora de aprobar fusiones que conducen a un cierto grado de concentración.

Como mejor se responde a esa pregunta es dirigiendo la atención a los tres países en los que el núcleo de la banca comercial privada está compuesto por sólo dos o tres entidades: los Países Bajos, Suecia y Australia. El factor clave es la existencia de otra entidad bancaria que rivaliza en tamaño con los dos o tres bancos del núcleo y compite con ellos en todos sus mercados; en los Países Bajos esa entidad es el Rabobank, banco central de una asociación muy cerrada de cooperativas de crédito agrícola, y en Suecia y Australia es un banco de propiedad estatal. En ningún país se ha reducido el núcleo central de la banca comercial privada a sólo un par de bancos sin que hubiera fuera de él una competencia efectiva. El grado de competencia que tengan que afrontar los bancos del núcleo por parte de otras entidades que quedan

fuera de su propia clasificación legal es, pues, una cuestión clave para determinar hasta dónde han permitido los gobiernos que llegara el proceso de concentración.

En la mayoría de los países la banca comercial privada se tropieza en varios de sus mercados con la competencia de una combinación de bancos del sector público (incluidas las cajas postales de ahorros y los servicios de giro postal), entidades mutualistas (bancos cooperativos, cajas de ahorros, bancos hipotecarios y cooperativas de crédito) y bancos extranjeros que operan en el país a través de sucursales y de bancos establecidos con arreglo a la legislación del país y adquiridos después por la entidad extranjera. Esta rivalidad se ha visto intensificada en los últimos años por nuevas disposiciones legales que facultan a las organizaciones mutualistas para realizar casi todas las operaciones que hasta ahora estaban reservadas a la banca comercial, y por la competencia cada vez más agresiva de los bancos estatales, las entidades mutualistas y la banca extranjera.

En algunos países, como Suecia y los Países Bajos, el gobierno ha creado deliberadamente un banco fuerte de propiedad pública, generalmente mediante la fusión de la caja postal de ahorros y los servicios de giro postal, para competir con la banca comercial privada. En otros, los bancos del sector público están adscritos a las administraciones públicas de ámbito local y regional, y por lo tanto escapan al control del gobierno central. Tal es el caso de Alemania, en donde hay una gran participación del sector público en la banca a escala regional y local, pero que en gran medida escapa al control del gobierno central. En otros países la participación del gobierno central se ejerce principalmente a través de entidades especiales de crédito dedicadas al préstamo a medio y largo plazo, que no son lo que en este estudio

entendemos por entidades bancarias.

El grado de competencia que plantean las entidades mutualistas depende de dos factores: su fuerza dentro de cada mercado, y el hecho de contar o no con un banco central sólido. En Alemania las cajas de ahorros son más poderosas en los servicios de pagos y tienen más sucursales que los bancos comerciales. En el Reino Unido los bancos hipotecarios o building societies (cajas de ahorros especializadas en financiar la adquisición de viviendas) han competido eficazmente con los clearing banks en el mercado de los depósitos minoristas con intereses, hasta el punto de que en la actualidad tienen más depósitos en libras del sector privado que los bancos. Esto puede ser una competencia muy efectiva para los grandes bancos comerciales, pero esa competencia se intensifica cuando las entidades mutualistas se unen en asociaciones fuertes con un banco central que opera en todos los mercados de la banca comercial. Aunque se les concedan amplias facultades de operación, las entidades mutualistas siguen estando especializadas en los mercados orientados a las economías domésticas y a las pequeñas empresas, pero el banco central de una asociación fuerte les proporciona acceso en igualdad de condiciones a la actividad industrial e internacional. Es una forma de competencia a la que los grandes bancos comerciales no pueden responder adueñándose de las entidades mutualistas o públicas, debido a la protección legal de que éstas disfrutan por su forma de constitución.

Son muchos los países en los que el gobierno ha favorecido la entrada de la banca extranjera con el propósito de espolear a los bancos nacionales a una mayor eficiencia. En países como Italia y España, donde esto ha ocurrido, se han tomado medidas, sin embargo, para impedir que llegara a ser demasiado poderosa. En el Reino Unido,

Bélgica y los Países Bajos los bancos extranjeros han podido operar sin restricciones, y de resultas de ello ocupan posiciones más fuertes. Lo normal es que inicien su actividad captando depósitos en el mercado interbancario y atendiendo a los negocios de empresas extranjeras. En muchos países han empezado a introducirse con fuerza en el mercado crediticio a empresas del interior; en el Reino Unido son varios los que han empezado a constituir una base de depósitos en la moneda local entrando en el mercado de la banca al por menor, a veces mediante la adquisición de bancos nacionales. Es de esperar que la influencia de los bancos extranjeros siga aumentando de forma continuada en el futuro, tanto más por cuanto que la normativa de la CEE y las exigencias de reciprocidad con los países ajenos a la CEE conducen a darles exactamente el mismo tratamiento que si fueran nacionales. La cuestión clave es si los gobiernos permitirán que extiendan espectacularmente su influencia a través de la adquisición de grandes bancos nacionales. Ya en los Países Bajos un banco estadounidense adquirió en 1984 el banco que ocupaba el quinto lugar entre los del sector privado, pero hay indicios de que la mayoría de los gobiernos se opondrían firmemente a la adquisición de uno de los bancos de su núcleo por parte de una entidad extranjera.

#### La situación en España

Cuando se compara el sistema bancario español en términos puramente estadísticos con los sistemas bancarios de los restantes países del estudio, su grado de concentración parece ser modesto. El cuadro 9.1 muestra las clasificaciones de España en los ratios de concentración de tres, cinco y diez bancos para todas las entidades bancarias de los doce países cubiertos en este informe. El contar a

todas las entidades bancarias significa que la medida recoge la competencia que afrontan los grandes bancos privados, aunque hay que recordar que las entidades mutualistas y de propiedad pública suelen estar entre las diez mayores. En el cuadro se examina asimismo el cambio que experimentaría la posición relativa del sistema bancario español si se llevaran a cabo tres fusiones hipotéticas entre pares de grandes bancos.

Cuadro 9.1 Comparaciones internacionales de ratios de concentración antes y después de fusiones hipotéticas de grandes bancos españoles

Porcentajes del activo total de todas las entidades bancarias

| País              | Cobertura | Ratios de concentración (%) |      |      | Clasif. |     |     |
|-------------------|-----------|-----------------------------|------|------|---------|-----|-----|
|                   |           | 3                           | 5    | 10   | 3       | 5   | 10  |
| Alemania          | E/H       | 15,0                        | 22,0 | 35,0 | 1       | 1   | 1   |
| Australia         | A+C       | 46,3                        | 62,0 | 69,8 | 9       | 10  | 9   |
| Bélgica           | A         | 35,8                        | 52,1 | 67,7 | 7       | 7   | 8   |
| España            |           |                             |      |      |         |     |     |
| antes de fusiones | H         | 23,8                        | 37,2 | 58,2 | 5       | 5   | 5   |
| desp. de fusiones | H         | 39,5                        | 53,2 | 63,4 | 7       | 8   | 7   |
| Francia           | H         | 35,1                        | 53,6 | 70,5 | 6       | 8   | 10  |
| Irlanda           | A+B+C     | 66,9                        | ...  | ...  | 12      | ... | ... |
| Italia            | A         | 17,5                        | 25,4 | 40,4 | 2       | 2   | 4   |
| Japón             | A         | 22,9                        | 29,6 | 35,7 | 4       | 3   | 2   |
| Países Bajos      | H         | 58,7                        | 72,9 | 81,5 | 11      | 11  | 11  |
| Reino Unido       | H         | 21,3                        | 29,7 | 37,1 | 3       | 4   | 3   |
| Suecia            | A         | 52,0                        | 60,4 | 67,5 | 10      | 9   | 7   |
| Suiza             | A         | 44,8                        | 51,5 | 59,3 | 8       | 6   | 6   |

Fuentes: Cuadros 2.2 y 2.15.

Notas: 1) Los ratios están tomados de los conjuntos de cifras más consolidados que se ha podido obtener.

2) Véanse las notas a los cuadros de origen.

Las cifras de concentración del cuadro 9.1 están derivadas de los conjuntos de cifras más consolidados de que se ha podido disponer para cada país. En cinco casos el ratio de concentración se deriva de cifras de activos totales no consolidadas, pero es dudoso que ello suponga gran diferencia para la clasificación de los distintos países. Sobre esta base, España se sitúa ahora cómodamente en el centro de los doce países, de modo que sólo Alemania, Italia, el Japón y el Reino Unido tienen sistemas bancarios menos concentrados que el suyo.

Es natural preguntarse de qué manera se vería afectada la concentración por las fusiones que se sugieren. Puesto que no se ha detallado cómo serían esas fusiones, no se puede dar una respuesta exacta, pero es útil adoptar una suposición suficientemente neutral sobre los pares de bancos participantes, para así hacerse una idea del orden de las magnitudes que entrarían en juego. La suposición es que cada uno de los tres mayores se fusionaría con uno de los tres más pequeños, quedando intactos el Banco de Bilbao y el Banco Exterior. Las diez mayores entidades bancarias tendrían entonces los siguientes activos totales (sobre grupos consolidados (H), como en la segunda columna de cifras del cuadro 8.6):

Miles de millones de pesetas

|    |                           |       |
|----|---------------------------|-------|
| 1  | Central + Vizcaya         | 5.986 |
| 2  | Banesto + Santander       | 5.542 |
| 3  | Hispano + Popular         | 4.087 |
| 4  | Bilbao                    | 2.762 |
| 5  | Exterior                  | 2.627 |
| 6  | Caja de Pensiones (Caixa) | 1.298 |
| 7  | Caja de Madrid            | 1.184 |
| 8  | Caja de Barcelona         | 598   |
| 9  | Caja Postal               | 500   |
| 10 | Caja de Zaragoza (Cazar)  | 477   |

Esta sería una distribución interesante, con tres bancos gigantes de propiedad privada, otros dos (uno de ellos público) aproximadamente la mitad de grandes que los gigantes, y cinco cajas de ahorros, de las cuales la mayor vendría a ser como una quinta parte del banco mayor. Aunque esta ilustración sea puramente hipotética, prácticamente todos los emparejamientos posibles de los grandes bancos arrojarían un resultado similar. Sólo si las fusiones se produjeran entre los tres bancos mayores, o si el número total de grandes bancos privados se redujera a dos o tres, cambiaría radicalmente el panorama.

El efecto de estas fusiones hipotéticas sobre la concentración comparativa se refleja en la segunda línea de cifras relativas a España. Ahí se ve que España bajaría dos o tres escalones de la clasificación, desplazando a algunos países en el tramo comprendido entre sus ratios de concentración presentes e hipotéticos. Aun así, Suecia, los Países Bajos, Australia y (probablemente) la República de Irlanda seguirían teniendo sistemas bancarios más concentrados que el español; Francia y Suiza tendrían mayores grados de concentración en algunos de los ratios.

Casi todos los sistemas bancarios altamente concentrados corresponden a países pequeños, y en el cuadro 2.15 se corrigió ese factor mediante un cálculo sugerido por Honohan y Kinsella (1982), que consiste en ponderar los ratios de concentración por la raíz cuadrada del producto interior bruto, como medida del tamaño del mercado interior; al resultado lo denominan sus autores "P". Esta medida beneficia a España, porque ocupa el número 7 por volumen del PIB (el Japón es el número 1), y según la medida P sólo la República de Irlanda resulta estar menos concentrada según el ratio de tres bancos. Las fusiones hipotéticas trasladarían a España del segundo al séptimo lugar. Aunque



de casi todas las fusiones posibles se seguiría un considerable aumento de la concentración, aún seguiría habiendo varios sistemas bancarios más concentrados entre los doce países que estamos considerando, y desde ese punto de vista no parece haber razón para rechazar las sugerencias.

Anteriormente se argumentó que una consideración igualmente importante a la hora de decidir ulteriores fusiones sería el grado de competencia efectiva que afrontan en estos momentos los Siete Grandes. En parte ya lo hemos tenido en cuenta al utilizar ratios de concentración referentes a todas las entidades bancarias y no sólo a los bancos comerciales, pero con ello no se dice nada de la efectividad de la competencia. En este aspecto España, aunque su caso no sea único, está comparativamente mal dotada de entidades fuertes que puedan contrarrestar el empuje de un pequeño grupo de cuatro bancos privados. Hay un banco comercial de propiedad estatal, el Banco Exterior, que ocupa el número 5 por tamaño entre todas las entidades bancarias. Tiene funciones especiales de financiación de las exportaciones, pero viene ampliando sus actividades en general, y recientemente adquirió tres bancos pequeños del Fondo de Garantía de Depósitos. Por sí solo no se le puede considerar un contrapeso efectivo a cuatro bancos privados de los cuales los dos mayores serían el doble de grandes. Cabe dentro de lo posible, sin embargo, que el Banco Exterior se viera arrastrado al movimiento de fusiones adquiriendo él mismo uno de los Siete Grandes actuales, lo cual plantearía una serie de alternativas interesantes.

En el papel, las cajas de ahorros, con poco menos de un 30 por ciento del activo total de todas las entidades bancarias, parecen ser una fuerza muy considerable. Les corresponde una parte importante de



los servicios de pagos y depósitos de ahorros de las economías domésticas y las pequeñas empresas, pero su asociación no es muy poderosa, porque le falta un banco central. En los últimos años las cajas han quedado más sujetas a la influencia de los gobiernos regionales, lo cual ha obrado en contra del fortalecimiento de la asociación central. De los competidores de los bancos del núcleo, son los bancos extranjeros los más importantes en potencia. En la actualidad representan poco más de un 12 por ciento del activo total de toda la banca privada. En el futuro, la normativa de la CEE les permitirá expandirse sin restricciones. Aunque cada uno de ellos sigue siendo relativamente pequeño, forman parte de bancos que son eficientes y grandes a escala internacional.

La situación se podría resumir diciendo que la competencia efectiva que los cuatro grandes bancos proyectados para España hubieran de afrontar por parte de bancos de otros sectores sería menos intensa en el presente de lo que es en muchos otros países. En el futuro cabe esperar un aumento de la competencia de la banca extranjera, pero probablemente ocurra lo mismo en casi todos los restantes países. Esta consideración de la competencia efectiva sería mucho más importante si lo que se propusiera fuera reducir los Siete Grandes a Dos Grandes, y no es decisiva para decidir en favor o en contra de una reducción menos drástica del número de bancos del núcleo.

#### ARGUMENTOS ADUCIDOS EN FAVOR DE LAS FUSIONES

Desde que a comienzos del presente siglo se reconoció la existencia de un pequeño grupo de grandes bancos en prácticamente todos los países desarrollados, los bancos han aducido razones para

reducir el número de entidades que componen ese núcleo, razones que han sido comentadas por comités gubernamentales. En el capítulo 5 hicimos un repaso de esos argumentos y contraargumentos en el caso del Reino Unido, con los comentarios de sucesivos comités gubernamentales desde 1918 hasta 1982. Lo notable es que los argumentos empleados para justificar las fusiones de grandes bancos vienen siendo prácticamente los mismos en los setenta años transcurridos desde 1918, salvo que se les han añadido algunos nuevos derivados del crecimiento de la actividad bancaria internacional y de la aplicación de la tecnología electrónica. Enumerándolos aproximadamente por su orden cronológico de aparición, se pueden resumir así:

1. La existencia de economías de escala en la banca.
2. La necesidad de bancos mayores para atender a las necesidades de crédito de los grandes clientes.
3. La necesidad de racionalizar la red de sucursales.
4. La importancia del tamaño en la actividad bancaria internacional.
5. El aumento de la competencia interior de los bancos extranjeros.
6. La necesidad de mayores dimensiones para realizar economías en la automatización.

Estos son los mismos argumentos que se aducen en apoyo de fusiones entre los Siete Grandes españoles. Algunos están ya un tanto gastados por el uso, aunque en el pasado parecen haber sido útiles para obtener la aprobación gubernamental a las fusiones de pares de grandes bancos en todos los países; lo que se discute no es la justificación de las fusiones entre un banco grande y otro pequeño, o entre dos pequeños, que normalmente se han producido sin interés expreso por

parte del gobierno. Vamos a examinar por turno cada uno de estos argumentos, aunque del segundo al sexto son poco más que elaboraciones particulares del convencimiento de que no sólo existen economías de escala en la actividad bancaria, sino que además se mantienen hasta el mayor tamaño de banco. Todos los argumentos vienen a decir que "lo grande es hermoso", y lo que haremos en las distintas secciones será explorar diferentes aspectos de las economías de escala.

### Las economías de escala y de campo en la banca

Para ser entendido correctamente, el argumento de las economías de escala debe partir de unas cuantas cuestiones de principio. Es un fenómeno complejo, que subyace a casi todos los argumentos aducidos en pro de la fusión entre grupos de grandes bancos. Existe el riesgo de que la frase se convierta en una mera fórmula que todos repiten según venga al caso y nadie comprende del todo. Entre las cuestiones que hay que tener presentes están las siguientes:

1. El concepto implica que los costes medios descienden dentro de una banda pertinente de output o de tamaño de la entidad; relaciona, pues, inputs y outputs para diferentes volúmenes de operaciones.
2. La expresión "dentro de una banda pertinente de output" implica no sólo que existen también deseconomías de escala, sino que más allá de un determinado punto esas deseconomías prevalecen sobre las economías: hay un punto pasado el cual el tamaño es una desventaja. El concepto de economías de escala está, pues, íntimamente ligado al concepto de tamaño óptimo de un banco o de otra organización.
3. Las economías y las deseconomías de escala no son fijas a lo

largo del tiempo, sino que se ven constantemente alteradas por las variaciones de los factores que las determinan.

4. Las economías de escala no se realizan de forma automática; el aprovechamiento pleno de las economías potenciales requiere un esfuerzo consciente por parte de la organización, normalmente espoleado por la competencia.
5. Se puede competir con las economías de escala no sólo acrecentando la escala de operaciones de la organización, sino también adquiriendo ciertos factores o servicios del exterior o compartiendo ciertas operaciones entre varias organizaciones.

Las economías de escala están ligadas a la presencia de factores que permanecen invariados durante cierto tiempo, factores fijos. Los ejemplos de los libros de texto están siempre sacados de operaciones industriales, en las que las economías de escala son frecuentes. Se empieza hablando del tamaño óptimo de una máquina o de una planta, y de ahí se pasa a la combinación de distintas clases de máquinas en un mismo proceso. Resulta fácil demostrar que la maquinaria que tenga un tamaño óptimo mayor será la que determine el tamaño óptimo de una fábrica para desarrollar el proceso, aunque en algunos casos la fábrica tendrá que ser todavía mayor, bien porque sea preferible utilizar las máquinas o plantas mayores en combinaciones de dos o tres para facilitar su mantenimiento, bien porque se puedan lograr economías adicionales centrando los procesos sucesivos en un mismo lugar, en vez de dejarlos dispersos en fábricas separadas (la siderurgia integrada es el ejemplo clásico). Se trata de ejemplos elementales, tomados de casos en los que el producto suele ser único y la existencia de economías de escala no se puede poner en duda.

Esa clase de economías de escala se refiere a la unidad operativa, que en este caso es una fábrica, pero a menudo se extiende a la unidad empresarial que abarca un cierto número de fábricas. En el capítulo 3 hablamos de las economías de escala restringiéndolas a aquellos costes que se incluyen en los costes de explotación de los bancos, y dejando para otro lugar el examen de otras ventajas de tamaño que no se pueden medir de la misma manera. Ya en las fábricas grandes pueden aparecer deseconomías, pero es probable que sean todavía más importantes dentro de la unidad empresarial mayor. Su origen se encuentra en la creciente dificultad de coordinar un número elevado de actividades diferentes, que a menudo están repartidas sobre un área extensa. El concepto de economías de escala implica que en cada estadio del desarrollo y tamaño de una organización haya una economía de escala decisiva que sea la que determine el tamaño óptimo de la organización.

Desde los años sesenta se han publicado muchos estudios sobre la presencia o ausencia de economías de escala en la banca, pero desdichadamente la mayor parte de esa literatura no es aplicable a lo que nos interesa en este informe. Esos estudios proceden básicamente de los Estados Unidos, y se refieren sobre todo a cuestiones tales como la eficiencia relativa de los bancos sin y con sucursales, tomando ejemplos de los diversos estados; en el capítulo 3 los resumimos brevemente. La lección más útil que cabe extraer de ellos es la de que, en general, no han encontrado economías de escala o las han encontrado muy modestas, incluso entre bancos relativamente pequeños; no han encontrado pruebas de que los bancos grandes tengan costes menores por unidad de producto que los bancos pequeños. Esos estudios se resienten de la imposibilidad de medir el output de una industria

de servicios como es la banca, y se han visto obligados a servirse de medidas sustitutivas, tales como los totales de depósitos, de transacciones de pago o de créditos. Dado que la banca es una industria multiproducto, en la que muchos de los servicios son productos conjuntos, esa clase de estudios no responde a la pregunta principal: ¿existen economías de escala extendidas al grueso de la actividad bancaria que sean suficientes para justificar la fusión de dos bancos ya grandes para formar una sola organización gigante? La indudable existencia de economías de escala en la transmisión de efectivo, en el tamaño de las sucursales y en otras facetas de la actividad bancaria no sirve de mucho a la hora de decidir si con la fusión de algunos de los siete mayores bancos españoles se conseguirían mejoras de eficiencia.

En los últimos años se ha introducido en la literatura un nuevo concepto, el de las llamadas "economías de campo" (economies of scope). Las economías de campo aparecen ligadas a los productos conjuntos, que se pueden definir como productos que tienen ciertos costes en común. En principio, los bancos universales deberían dar buenos ejemplos de economías de campo, porque muchos de los costes de sus diversos servicios son costes compartidos; basta pensar en sus gastos de marketing y en el uso común de información para muchos de los servicios. En la práctica, las economías de campo no pueden ser tan importantes para los grandes bancos porque su existencia se mide por el mismo ratio de costes de explotación a output (cualquiera que sea la medida arbitraria de éste que se adopte) que sirve para medir las economías de escala; los estudios empíricos de las economías de escala contienen economías de campo dentro de sus mediciones globales, aunque sólo en unos cuantos se intenta diferenciar ambos tipos de economías.

La razón de esto reside probablemente en que las indudables economías de campo de los bancos universales no son lo suficientemente grandes para compensar y superar la ventaja de los costes de explotación más bajos de los bancos especialistas en muchos mercados importantes.

Ante la imposibilidad de medir el output bancario en su conjunto, unos cuantos estudios han examinado la relación entre tamaño del banco y rentabilidad global, sobre muestras de bancos lo bastante amplias para ser de utilidad a los efectos de este informe. Los resultados de esos estudios tienen interés porque hay una distinción clara entre los que miden la rentabilidad mediante un ratio beneficio/activo total y los que la miden mediante un ratio beneficio/recursos propios: los primeros no encuentran una relación clara entre beneficio y activo total que demuestre la superior eficiencia de los grandes bancos, mientras que los segundos encuentran, en general, que el rendimiento de los recursos propios aumenta con el tamaño. Para lo que aquí nos interesa, el ratio beneficio/activo total da mejor indicación de las economías de escala. La razón de esa disparidad estriba en otra economía de escala en la banca que hasta ahora no se ha mencionado, el hecho de que normalmente los grandes bancos tengan ratios de capital más bajos que los bancos pequeños. Esto se debe a que, dentro del marco legal que en cada caso exige unos ratios de capital mínimos, el mercado suele estar dispuesto a tolerar ratios más bajos en los bancos mayores, lo cual se suele justificar aduciendo que los bancos grandes pueden distribuir sus riesgos de forma más eficiente que los pequeños: son economías de escala en la asunción de riesgos. La crisis internacional de la deuda en los últimos años demuestra que esas particulares economías de escala pueden ser ilusorias.

Vale la pena observar que este empleo de las economías de escala



para justificar una oleada de fusiones de bancos tras otra es un arma de doble filo: si sigue habiendo economías de escala y de campo hasta el tamaño mayor de banco que en cada momento se contemple, no hay motivo para pensar que se agoten con la última oleada de fusiones. A menos que los bancos pretendan empezar a pedir el monopolio de la actividad bancaria, cosa que ningún gobierno de un país occidental se ha mostrado hasta ahora dispuesto a tolerar, llegará un momento en que haya que abandonar el argumento de las economías de escala.

Ya que, según parece, ninguno de los estudios econométricos aporta confirmación mensurable de que las economías de escala y de campo basten para garantizar que los grandes bancos universales sean más eficientes en sus operaciones que otros de menor tamaño, la mejor manera de seguir adelante será seguramente enumerar y analizar algunos de los elementos no cuantificables que podrían dar ventaja a los bancos mayores sobre los menores. Vamos a hacerlo así, repasando primero las restantes economías de escala que figuran en la lista anterior y considerando después una serie de puntos no comprendidos específicamente bajo esos epígrafes.

#### Las necesidades de los grandes clientes

Un argumento repetido en todos los debates sobre fusión de grandes bancos es el de la exigencia de que los bancos sean mayores para poder hacer frente a las necesidades crediticias y de otra índole de los grandes clientes. Es posible visualizar todo el proceso de concentración del sistema bancario como un paralelo, e incluso un producto, de la concentración de los clientes industriales, comerciales y de otras categorías. Esto equivale a decir que la estructura del sistema bancario ha estado determinada por la estructura del resto



de la economía: la formación de organizaciones cada vez mayores en el resto de la economía ha hecho que los bancos fueran también cada vez mayores. Hay mucho de verdad en esta afirmación histórica, pero de ella no se sigue necesariamente que el proceso deba prolongarse a perpetuidad.

Los bancos siempre han competido denodadamente por los grandes clientes, incluso cuando la competencia por la clientela menor estaba en parte suspendida por la existencia de cárteles o reglamentaciones gubernamentales que fijaban los precios de los servicios bancarios o limitaban el output bancario mediante techos a los créditos. Esta competencia ha adoptado distintas formas. Una muy común ha consistido en gestionar las cuentas de esos grandes clientes a través de sucursales exteriores al área geográfica cubierta por el cártel o por las reglamentaciones gubernamentales, y así poder negociar libremente los tipos de interés de los depósitos y préstamos; las sucursales londinenses de los bancos escoceses desempeñaron esa función hasta 1971, y las filiales luxemburguesas de los bancos alemanes siguen burlando la normativa bancaria alemana para grandes clientes de su país.

La capacidad negociadora de los grandes clientes procede de varias características de su actividad financiera, que Chandler (1938) fue el primero en analizar: las más importantes son que normalmente se sirven de varios bancos, y que pueden captar fondos en nombre propio en el mercado abierto. Hodgman (1963) llevó más adelante el análisis de Chandler para mostrar que los bancos respondían intentando establecer relaciones "especiales" muy estrechas con sus clientes grandes. A pesar de saber que el cliente se servía de otros bancos, cada uno consideraba la rentabilidad del negocio total del cliente

como base para prestarle fondos a tipos privilegiados. Se han empleado distintos métodos según las circunstancias, pero el objetivo común ha sido captar la mayor parte posible de las transacciones del cliente atándole al banco mediante subvenciones cruzadas de los distintos servicios. La evolución reciente de los mercados industriales mayoristas, y en particular la mayor sofisticación de la dirección financiera de las empresas, han puesto el juego más difícil, pero el panorama histórico confirma tanto el afán de los bancos en asegurarse las cuentas de los grandes clientes como su deseo de atarlos al banco en todo lo posible.

Es este deseo por parte de los bancos lo que les lleva a aducir las necesidades de los grandes clientes como argumento de peso en favor de tamaños aún mayores. Desde el primer informe de un comité gubernamental que examinamos en el capítulo 5, el del Comité Colwyn británico, ya en 1918, se les viene diciendo a los bancos que pueden resolver ese problema de dimensión sindicando los préstamos o formando consorcios, pero aun así han seguido pensando que cada uno de ellos por separado debería ser lo bastante grande para poder hacer frente a todas las necesidades de sus clientes mayores. Ahora que los préstamos sindicados y los consorcios de bancos han llegado a ser tan frecuentes tanto en el mercado bancario internacional como en los mercados industriales de cada país, esa actitud resulta todavía más trasnochada. La sindicación de préstamos, en particular, es una protección mucho más efectiva para los bancos frente a las demandas incluso de la más poderosa multinacional o del más poderoso gobierno de lo que pueda ser cualquier relación estrecha con el cliente. Los términos de los préstamos son negociados por los bancos que actúan como cabezas de fila con el conocimiento de al menos el tipo de

interés de la mayoría de los restantes préstamos negociados, y están protegidos contra la explotación por la exigencia de que muchos otros bancos los acepten antes de allegar el importe total del préstamo. Se negocian, de hecho, en condiciones semejantes a las de un mercado abierto.

La actitud que pretende que cada banco por separado sea lo bastante grande para hacer frente a todas las necesidades crediticias de sus mayores clientes no sólo está trasnochada, sino que además es muy peligrosa. Con mucha frecuencia es el banco el que queda atado al cliente, y no a la inversa. Ser el único banco que presta fondos a un cliente grande es casi tan peligroso como ser su único accionista. El peligro se agudiza especialmente en épocas de recesión industrial, y hay muchos ejemplos de muchos países, España entre ellos, de bancos que se han visto en apuros porque un gran prestatario tenía dificultades financieras y no podía reembolsar el préstamo a su debido tiempo, o ni siquiera seguir pagando los intereses.

El argumento del cliente grande está ligado a la cuestión de la concentración del riesgo. Muchos sistemas de reglamentación prudencial limitan la cuantía de los préstamos a un solo cliente en proporción con el capital del banco, precisamente para evitar esa concentración del riesgo. Sería irónico que los bancos centrales que dictan esa clase de normas, o que utilizan su influencia para limitar informalmente esos grandes préstamos, dieran oídos a un argumento que conduciría a una mayor concentración del riesgo crediticio. Los peligros de esa concentración, que ni siquiera con la sindicación de los préstamos se han eliminado por completo, han llegado a ser tan evidentes en los últimos años que hoy hay razones de peso para que los organismos de vigilancia refuercen todavía más sus controles en ese sentido.

### La racionalización de las redes de sucursales

Cuando la competencia entre los bancos encuentra obstáculos en la reglamentación gubernamental o la existencia de cárteles, una de las pocas salidas que quedan a su espíritu emprendedor es la extensión de la red de sucursales. Cada diez años más o menos se reduce el número de sucursales cuando retornan los malos tiempos, y con los buenos tiempos vuelve a aumentar. El grito de "demasiados bancos" se repite por lo menos una vez en cada generación; se suele medir por el número de sucursales en relación con el número de habitantes, aunque nadie sabe en qué punto hay demasiados bancos en el sistema. En todos los países, salvo los Estados Unidos, Italia y España, hubo una gran expansión del número de sucursales a partir de los años sesenta, aunque ahora empieza a haber cierres. Esa fase de expansión se produjo en España más tarde, sólo a partir de 1974, y ahora ha empezado a flaquear. Es muy posible que haya llegado ya el momento de que los bancos españoles dejen de abrir sucursales, e incluso de que empiecen a cerrarlas, y el argumento tiene cierto atractivo. Su relación con el debate de si debe o no haber fusiones entre los Siete Grandes estriba en que el deseo de todos los bancos de estar representados en todos los centros de población importantes hace que el número global de sucursales dependa en parte del número de bancos competidores.

El argumento de que hay que reducir el número de sucursales tiene dos caras, que, sin embargo, están hasta cierto punto interrelacionadas. Una mera reducción numérica reduciría los costes (mientras el personal desplazado pudiera ser empleado con provecho en otros puestos del banco), pero no tiene nada que ver con las economías de escala; se trata simplemente de volver a transferir al cliente algunos de los costes de comodidad con que antes cargó el banco. El concepto de

economías de escala entra en juego, esta vez al nivel de la unidad operativa más que del conjunto empresarial, cuando se considera el aumento consiguiente del tamaño medio de las sucursales, sobre todo si la reducción numérica se acompaña de reducción de los servicios suministrados por las sucursales pequeñas que queden. En el contexto presente, el argumento sostiene esencialmente que un sistema bancario en el que predominen las sucursales grandes será más eficiente que otro que cuente con un mayor número de sucursales pequeñas. Como en todos los argumentos fundados en las economías de escala, también aquí se supone que existe un tamaño óptimo de sucursal, y que ese tamaño óptimo es bastante grande. Este parece ser un supuesto razonable. Aun sin contar con que el personal sea más productivo a consecuencia de la división del trabajo, existe el factor fundamental de que las sucursales mayores lógicamente tendrán directivos más expertos y cubrirán más tipos de actividades con personal especializado. Es interesante señalar que las autoridades francesas, tras un período de libre expansión de las redes de sucursales, han reimplantado recientemente el control de su número.

Aunque hay razones para abogar por una racionalización de las sucursales, y por lo tanto en favor de las fusiones que dieran ese resultado, el asunto tiene otros aspectos. Las sucursales requieren personal, y dos de los determinantes principales del número de empleados de un banco con una red extensa de sucursales minoristas son el número y tamaño de las sucursales. Racionalización de las redes de sucursales significa reducción de plantillas. Los grandes bancos españoles han empezado a reducir su número de empleados, pero el proceso lleva tiempo y tiene su precio. En las condiciones que rigen en España, las únicas maneras viables de reducir el tamaño de las

plantillas son la jubilación anticipada subvencionada y la suspensión de nuevas contrataciones; el despido libre resulta prohibitivo y prácticamente imposible. Esos dos métodos tienen sus límites, que vienen dados por el número de empleados que aceptan voluntariamente la jubilación anticipada y por el número de empleados nuevos reclutados normalmente. Implican también los costes a corto plazo de hacer atractiva la jubilación anticipada y los costes a largo plazo de tener un personal con una estructura de edades incómoda. También en otros países se ha preferido evitar los despidos, en parte por razones de coste y en parte por sus efectos sobre la moral de los empleados. La relativa lentitud con que se están implantando las nuevas instalaciones electrónicas quizá se pueda atribuir también en gran medida a los mismos factores; únicamente en períodos de expansión bancaria es posible introducir tecnologías nuevas en gran escala.

#### El tamaño en la actividad bancaria internacional

En términos puramente teóricos, la tesis de que hacen falta bancos mayores para poder competir en el mercado internacional introduce el concepto del tamaño óptimo de banco, que, como ya hemos visto, es consecuencia necesaria de las economías de escala. Dentro de cualquier sistema bancario nacional es teóricamente posible determinar el tamaño de banco que extraiga los máximos beneficios de las economías de escala y campo y minimice las deseconomías; en términos más precisos, ese tamaño óptimo de banco es aquel en el que se reducen al mínimo los costes medios por unidad de output. Es obvio que el tamaño óptimo dependerá en parte del tamaño del mercado. Si un sistema bancario nacional está dividido en mercados locales muy pequeños, el tamaño óptimo de banco será claramente menor que si existe un sistema



unificado, en el que por lo menos los bancos mayores operen en todo el país. Es posible que el tamaño del mercado contribuya a determinar el tamaño de los pocos grandes bancos universales de un país, pues se observa a menudo que los países más pequeños tienden a tener un número menor de bancos en el núcleo.

Esta argumentación es y seguirá siendo teórica, porque hasta ahora nadie ha descubierto la manera de medir las economías de escala en una organización compleja como es un banco, y con ello poder determinar su tamaño óptimo. De todos modos, la proposición de que el tamaño óptimo de un banco depende del tamaño del mercado en el que opere es intuitivamente evidente, y se puede utilizar de una manera general para examinar la cuestión presente. El enorme crecimiento que ha experimentado el mercado de la banca internacional, en el que operan todos los bancos grandes y muchos de tamaño medio, se puede ver como una gran extensión del mercado de esos bancos, que por lo tanto eleva su tamaño óptimo. Esta es la base teórica de la cuestión que estamos examinando.

El sistema bancario internacional creció y floreció en una época en la que los bancos estaban obsesionados por las cuestiones de tamaño y clasificaciones. Los tiempos han cambiado desde el comienzo de la crisis internacional de la deuda, pero esa obsesión perdura en continuas referencias a las clasificaciones internacionales de Euromoney o de The Banker. Hay círculos en España que opinan que el mayor de sus bancos debería entrar en las clasificaciones internacionales con el número 30 o el número 50, en vez de con el número 95, como ocurrió en 1983. En la medida en que esto sea básicamente una cuestión de orgullo nacional, cae fuera del ámbito del presente informe; aquí lo que nos interesa son únicamente los beneficios

económicos del tamaño.

Desde que se inició la crisis internacional de la deuda los bancos se han dejado impulsar en sus acciones, ya que no del todo en sus declaraciones, mucho menos por la búsqueda del tamaño por el tamaño y mucho más por la preocupación de acrecentar la rentabilidad y evitar el riesgo. Desde ese punto de vista, la demanda de un mayor tamaño para los bancos españoles está ya en parte anticuada, aunque no se la puede desechar sin más. Las cuestiones que hay que examinar son: 1) ¿Existen ventajas particulares de tamaño en la actividad bancaria internacional? 2) ¿Hasta qué punto deberían los bancos españoles incrementar su actividad internacional en estos momentos? El examen resultará más fácil si separamos la actividad bancaria internacional en dos partes: 1) los mercados internacionales de depósitos en euro-monedas y préstamos sindicados, y 2) el establecimiento de sucursales o filiales en otros países. No se trata de compartimentos estancos, pero es perfectamente posible actuar en una de las divisiones y no en la otra.

La ventaja indudable del tamaño en el mercado de préstamos sindicados, y en menor medida en el mercado de depósitos en euro-monedas, radica en que un banco grande se asegura una parte más que proporcional de los préstamos sindicados, y en que a los bancos más pequeños quizá no se les ofrezcan más que las migajas, a menos que se sepa que tienen alguna relación especial con el prestatario. Los bancos grandes tienen más probabilidades de atraer los depósitos en euromonedas y de contar con límites altos en el mercado interbancario de esas monedas. Todo esto son ventajas claras del tamaño cuando los mercados funcionan normalmente, pero las mismas razones pueden arrastrar a los bancos grandes a hacer préstamos que en momentos de



recesión o de crisis resulten haber sido muy arriesgados.

El momento actual no es el más indicado para animar a los bancos españoles a adquirir mayores proporciones para poder participar de manera más efectiva en un mercado lleno de riesgos. En ningún caso podrían aspirar a igualar en tamaño a los bancos gigantes del mundo, que proceden todos ellos de países con un gran mercado interior, con un antiguo imperio colonial de cierta extensión o con un centro financiero internacional (véase el capítulo 2). La integración de Banesto con el Banco Central, por ejemplo, habría trasladado al primer banco de España dentro de la clasificación de 1983 de The Banker del número 95 a alrededor del número 50, más o menos a la par con los segundos bancos en importancia de los Países Bajos y de Italia. Dado que la comunidad bancaria internacional tiende a pensar en términos de bandas de tamaño amplias, desde los pocos gigantes de la cumbre, pasando por el gran número de bancos de tamaño medio, hasta los bancos menores que ocupan los trescientos o cuatrocientos últimos puestos, es posible que ese ascenso no hubiera supuesto una gran diferencia en las oportunidades concedidas a los bancos españoles. Dentro del clima actual el tamaño no es la única consideración, y quizá no sea ni siquiera la principal, que determina el prestigio y el "nombre" internacional de un banco; la rentabilidad y la presencia de un equipo directivo capaz y conservador son igualmente importantes.

En el capítulo 2 se ha sugerido que un país relativamente pequeño como es España sólo puede aspirar a competir con los bancos de países mayores a través de esfuerzos concertados, formando un consorcio bancario para la parte principal del negocio internacional. Esta es una solución que minimizaría los riesgos de la actividad internacional, riesgos que en las condiciones actuales son tan grandes que

ningún banco debería tener arriba de una determinada proporción de su balance comprometido en el exterior; para un país europeo relativamente pequeño, cabe estimar que esa proporción no debería ser superior a una cuarta parte. Sería posible elevarla ligeramente dentro de un margen de seguridad si todos los bancos españoles compartieran los riesgos de un consorcio. Aun esta solución del problema podría llegar tarde en vista del desarrollo de la llamada securitisation (conversión de activos en valores), que eleva a un nivel todavía más alto el tamaño óptimo de los bancos universales para operar en el mercado internacional.

Las ventajas del tamaño en el mercado internacional se han visto acrecentadas por las innovaciones de los últimos años que comentábamos al final del capítulo 4. En las condiciones del futuro inmediato, los bancos universales de todos los países tendrán que convertirse en bancos de inversiones (asumiendo la garantía y colocación de los títulos emitidos por sus grandes clientes) y sociedades del mercado de valores (actuando como agentes en las bolsas y distribuyendo títulos y asesoramiento sobre inversiones a sus clientes tanto al por mayor como al por menor), además de seguir desempeñando sus funciones tradicionales. Si los enormes bancos estadounidenses y japoneses son competidores formidables en la banca tradicional, lo son doblemente, junto con los bancos de inversiones y las sociedades de valores de los mismos países, en estos nuevos ámbitos de la actividad bancaria. El tamaño es particularmente importante en estas esferas porque la clave del éxito está en la capacidad de colocar títulos, y esa capacidad depende en gran medida del tamaño.

En las actuales circunstancias no hay ningún país europeo cuyos bancos puedan aspirar a rivalizar con los enormes bancos comerciales,

bancos de inversiones y sociedades de valores de los Estados Unidos y del Japón. Londres tiene un especial atractivo para esas entidades porque es el único entre los centros financieros internacionales de primer orden en el que una misma entidad puede reunir las funciones de banco comercial, banco de inversiones y agente y sociedad en el mercado de títulos. El establecimiento en Londres no de una sucursal sino de una filial les otorga la "ciudadanía" europea en términos comunitarios, y desde su base de Londres pueden barrer Europa. La única esperanza de competir enérgicamente con ellos está en que los bancos universales europeos combinen sus recursos en los ámbitos tradicionales y más recientes de la actividad internacional formando un consorcio europeo, o un pequeño número de consorcios europeos, que por su tamaño puedan equipararse a las compañías estadounidenses y japonesas. Un consorcio semejante tendría también las ventajas de los "clubs" europeos como EBIC o ABIN, en el sentido de poder utilizar la base de clientes de los bancos miembros para las actividades tradicionales y la colocación de títulos. Consorcios y clubs de esa clase se formaron en los años setenta, cuando el défi américain era una cuestión central en la política europea, pero han quedado abandonados en la medida en que los bancos europeos preferían competir en el mercado internacional a título individual. Seguramente ha llegado ya la hora de volver al planteamiento anterior y aprovechar adecuadamente el gran tamaño del mercado interior europeo.

La expansión en el mercado bancario internacional mediante sucursales y filiales depende de otras consideraciones ligeramente distintas. Para esto el tamaño y la clasificación son menos importantes, porque pocos bancos son conocidos por su nombre fuera de su país de origen. De las dos formas de organización, el establecimiento de

sucursales probablemente sea el sistema más seguro de penetración en los mercados interiores de otros países, por dos razones: 1) porque la sucursal está bajo el control directo de la sede central, y 2) porque, si el negocio no resulta tan rentable como se esperaba, es más fácil salirse de la operación o reducir sus proporciones sin otro coste que una ligera mancha en la reputación del banco. Pasada una cierta etapa, los bancos sufren la tentación de adquirir una base de depósitos en la moneda del país extranjero, para lo cual lo más fácil es adquirir un banco nacional. En muchos países este procedimiento resulta bastante barato siempre que las adquisiciones se limiten a bancos en apuros, pero hay peligros si la operación es grande para el tamaño del banco comprador.

Los puntos que hemos señalado en respuesta a este argumento se pueden resumir diciendo que los bancos españoles tienen ya operaciones en el exterior, y que hay un peligro considerable en intentar incrementarlas artificialmente a base de fusiones. En este momento el mercado bancario internacional se encuentra en un estado de fragilidad, y es de esperar que se mantenga así durante algún tiempo. Hay algunas ventajas indiscutibles del tamaño para la actividad bancaria internacional, que probablemente aumentarán con la securitisation. La manera más segura y eficiente de alcanzar la escala necesaria en operaciones internacionales es la formación de uno o más consorcios de bancos, en el ámbito nacional o, aún mejor, en cooperación con otros bancos europeos.

#### La competencia interior de los bancos extranjeros

Los estudios de los sistemas bancarios de diferentes países llevados a cabo en los capítulos 5 a 8 muestran que en casi todos

ellos la presencia de la banca extranjera ha aumentado considerablemente durante los últimos años, pero que en general su penetración no ha sido grande. Las principales excepciones son el Reino Unido, Irlanda y Bélgica; en el primero la circunstancia especial ha sido la condición de Londres como centro financiero internacional, y tanto Irlanda como Bélgica son países pequeños. En un principio las sucursales y filiales de bancos extranjeros sirven a clientes de sus respectivos países, financiándose en el mercado interbancario. En la mayoría de los casos es probable que no avancen más allá de ese estadio, pero los bancos de algunos países de primer rango, como los Estados Unidos y el Japón, empiezan relativamente pronto a atacar el mercado industrial interior. El estadio final se alcanza cuando los bancos extranjeros se proponen adquirir una base de depósitos en la moneda local entrando en el mercado al por menor, mediante la adquisición de un banco nacional, o, lo que es menos frecuente, estableciendo su propia red de sucursales. Hasta ese momento han atacado a los bancos del país sólo en una parte de su negocio, pero la entrada en el mercado al por menor significa que pasan a ser competidores plenos de los bancos del núcleo nacional.

Todo indica que los bancos extranjeros van a seguir ampliando sus operaciones. En España las restricciones vigentes al establecimiento de sucursales de los bancos de la CEE desaparecerán en breve, y será difícil mantener bajo control la apertura de sucursales de bancos de otros países. Varios han adquirido bancos españoles y los están expandiendo. El hecho de que en las publicaciones bancarias en lengua inglesa aparezcan con frecuencia artículos sobre la banca en España demuestra que hay un interés continuado de los bancos extranjeros por el mercado español.

Lo que se teme en algunos países es que la banca extranjera, a la que en un principio se animó a entrar para que trajera consigo las técnicas bancarias modernas y con ello contribuyera a acrecentar la eficiencia de todo el sistema bancario, función que ha cumplido admirablemente, resulte ser un caballo de Troya. El análisis extenso que hemos hecho en el capítulo 2 de la penetración de la banca extranjera llegó a la conclusión de que era menos de temer una entrada masiva de nuevos bancos del exterior, ya fueran de la CEE o de otras zonas, que una extensión gradual de las operaciones de los ya establecidos dentro del país. Ello parece todavía más probable a la vista de la mayor importancia que han adquirido los mercados de valores en los tres o cuatro últimos años, porque muchas de las entidades extranjeras han dedicado enormes recursos a la construcción de mercados internacionales de títulos. Es muy probable que un país que todavía no ha alineado sus bolsas con el naciente modelo internacional vea cómo la negociación de los valores emitidos por las organizaciones mayores emigra a otros centros, y descubra que las entidades internacionales de los mercados bursátiles están penetrando también en sus mercados.

Un punto clave parece ser la actitud del gobierno con respecto al tamaño de los bancos nacionales que se permita adquirir a los bancos extranjeros. Para el futuro previsible, la posición de la CEE es que el gobierno anfitrión podrá vetar ese tipo de adquisición siempre y cuando ejerza el mismo tipo de control sobre las fusiones entre pares de bancos nacionales. Si un banco realmente grande de cualquier país pasara a ser propiedad extranjera, ciertamente se pondrían a sonar las sirenas de alarma, pero de momento no parece muy probable.

En casi todos los países en los que opera, la banca extranjera se ha convertido, pues, en competidora hasta cierto punto de la gran

banca nacional. La cuestión que aquí nos interesa es si su avance en España puede ser un argumento importante en favor de la fusión de algunos de los Siete Grandes. La respuesta es que el tamaño es un factor mucho menos importante en esta situación que en algunas de las que hemos considerado anteriormente. La mejor manera de competir con los bancos extranjeros es igualar su eficiencia, ser rentable y alentar la buena gestión. Un grupo de tres o cuatro grandes bancos ineficientes ofrecería una competencia mucho menos efectiva que un grupo de siete bancos eficientes. Este argumento, por lo tanto, no es independiente de los restantes; está ligado a la pregunta general de si los grandes bancos integrados serían más o menos eficientes que sus partes constitutivas.

#### Las economías en la automatización

Aunque este argumento ha entrado en la lista hace muy pocos años, al hacerse extensiva la tecnología electrónica a la banca, la forma en que se expresa aparece ya desfasada, porque no tiene en cuenta los avances recientes de la tecnología ni los cambios institucionales verificados en lo que generalmente se llama transferencia electrónica de fondos (TEF). El argumento se basa en la creencia de que la TEF encierra grandes economías de escala, pero ~~esto~~ es mucho menos cierto con la tecnología de hoy de lo que era cuando por primera vez se aplicaron los ordenadores a la banca, y el uso compartido de cajeros automáticos y otras instalaciones entre los bancos ha eliminado muchas de las barreras impuestas por las economías de escala.

Los enormes ordenadores centrales que empezaron a usarse en la banca para registrar las cuentas de los clientes representaban un gran coste fijo. Al principio todos los detalles de las transacciones y de



las nuevas cuentas se transportaban materialmente a unos cuantos centros informáticos en los que había que introducirlos en el ordenador por procedimientos manuales; al cabo de pocos años, sin embargo, se empezó a introducir algunos detalles desde terminales a distancia. Esa innovación casi siempre llevaba aparejados nuevos costes fijos, con sus consiguientes economías de escala, porque las terminales a distancia normalmente estaban enlazadas con los ordenadores centrales mediante líneas alquiladas. De la misma manera, los sistemas que entrañaban pagos al cliente, tales como los cajeros automáticos y las terminales en puntos de venta, dependían también de líneas alquiladas, a menos que los bancos estuvieran dispuestos a sacrificar la seguridad trabajando fuera de tiempo real y enviando las transacciones por lotes al final de la jornada. Los ordenadores centrales, los cajeros automáticos, las terminales en puntos de venta como comercios y gasolineras, y las líneas alquiladas que los enlazaban para trabajar en tiempo real, todo ello llevaba aparejados costes fijos; había economías de escala en muchos puntos. El efecto de esas economías de escala era exigir que por cada terminal o cada línea pasara el mayor volumen posible de transacciones, para así poder repartir los costes fijos sobre un gran volumen de "output".

La nueva tecnología electrónica desarrollada en los últimos años, lo que en general se conoce con el nombre de "tecnología de la información", ha reducido de forma muy considerable las economías de escala. En primer lugar, el coste de la potencia de los ordenadores ha descendido espectacularmente, por lo que uno de los miniordenadores de tamaño medio de hoy puede realizar la misma tarea que uno de los ordenadores centrales de hace diez años; el coste se ha reducido a una vigésima parte o menos. Los nuevos microordenadores de mesa pueden



realizar las mismas operaciones que un miniordenador de hace diez años, también a una fracción del coste de entonces. Los costes fijos de informatización que hay que repartir sobre el volumen de transacciones son, pues, mucho más bajos.

Igualmente espectacular ha sido la evolución de las telecomunicaciones, con el desarrollo de redes que permiten efectuar operaciones de TEF en tiempo real sin terminales a distancia que requieran un enlace constante con los ordenadores del banco. Esas redes son en muchos casos redes públicas de datos gestionadas por los servicios postales, pero el único factor esencial es que estén abiertas a muchos suscriptores, que pueden enviar mensajes por la red mediante terminales especiales o líneas telefónicas normales conectadas a la red por enlaces de corta distancia. Cada suscriptor utiliza la red únicamente cuando está enviando un mensaje, y ese hecho hace que el coste de la comunicación directa entre terminales instaladas en sucursales bancarias, cajeros automáticos o comercios ya no sea el coste fijo de una línea alquilada, sino un coste en gran medida variable, que depende del número de mensajes que se envíen para efectuar las transacciones. Las economías de escala no han desaparecido totalmente porque las terminales, los cajeros automáticos y otros equipos tienen un coste, pero se han reducido de manera sustancial.

Dos innovaciones de carácter institucional han eliminado también muchas de las economías de escala. La primera es el uso compartido de instalaciones de TEF entre bancos, cajas de ahorros y otras entidades. Cuando se instalaron los primeras y primitivas máquinas dispensadoras de efectivo, cada banco tenía su red propia; hoy en casi todos los países se comparten los cajeros automáticos, de modo que como mucho hay cuatro redes, y a menudo hay sólo una o dos. España no es excep-

ción. Aunque se comparta su uso, los cajeros automáticos siguen representando un elevado coste fijo; el efecto de compartir es que ese coste se reparte sobre un volumen mayor de transacciones en cada cajero y resulta económico tener una red mucho mayor, que llegará incluso a lugares apartados cuando se puedan superar los problemas de seguridad. Para las terminales en puntos de venta el uso compartido es esencial, porque ningún comercio ni gasolinera toleraría tener una multitud de terminales, una por cada banco o caja de ahorros. Una vez que se haya generalizado el uso compartido, no habrá ventaja especial en el mayor tamaño, porque será prácticamente imposible para los grandes bancos impedir que otras entidades participen de la red; hasta el banco o la caja de ahorros más pequeña podrá ofrecer a sus clientes un servicio completo de pagos por medios electrónicos con unos costes de capital relativamente modestos. En muchos casos podrán hacerlo a un coste menor que el de los grandes bancos porque no tendrán que sostener una red tan extensa de sucursales.

Aunque los menores costes de la informática, las redes de telecomunicaciones y el uso compartido de instalaciones entre las entidades han transformado las economías de escala en el ámbito de la automatización, quedan aún grandes costes fijos en las tareas de diseñar un sistema, modificar las rutinas operativas del banco para adaptarlas a él y comercializar el sistema entre los clientes. Es aquí donde entra la segunda innovación institucional. Consiste en que algunos bancos pioneros vendan o concedan franquicias de sistemas ya preparados a otros bancos más pequeños; la compra de uno de esos sistemas entraña un coste de capital, mientras que la franquicia es básicamente un coste variable. El único coste importante realmente fijo que queda es el de comercialización. En él no cabe esperar

reducciones por cambios tecnológicos, uso compartido ni franquicias, pero es posible que su importancia disminuya un tanto a medida que los clientes vayan aceptando y utilizando los servicios electrónicos.

El panorama al que apuntan quienes aducen el argumento de las ventajas de las fusiones para obtener economías en el ámbito de la automatización suele basarse en la situación original de la tecnología y de los acuerdos institucionales, que implicaban grandes inversiones de capital y encerraban economías de escala muy importantes. De lo que hemos dicho sobre las repercusiones de los cambios tecnológicos e institucionales recientes se desprende un cuadro más realista, pero seguramente sigue siendo cierto que hay economías apreciables de automatización que se conseguirían incrementando el volumen de las operaciones de un banco en ese campo. Tal sería el caso, en particular, de las redes internacionales de información gestionadas por un banco de forma aislada.

#### Las ventajas generales del tamaño en la actividad bancaria

En el largo examen de las economías de escala y de campo que hicimos en el capítulo 3 no consideramos otros costes que los comprendidos bajo el epígrafe de costes de explotación. Aunque en muchas facetas de las operaciones de un banco encontramos economías de las dos clases, no había evidencia estadística de que los grandes bancos fueran más eficientes que los pequeños en el sentido de producir a un coste unitario más bajo. El análisis justificaba, pues, el escepticismo sobre las ventajas de coste del mero tamaño en este sector. Pero a la vista de ello se hace necesario encontrar alguna explicación del hecho indiscutible de que a lo largo de este siglo y en todas partes se hayan integrado grupos de grandes bancos para producir un número

menor de bancos mayores. En esta sección vamos a comentar algunas posibles ventajas del tamaño que no se reflejan en el epígrafe de los costes de explotación.

Una ventaja del tamaño es el aumento de la confianza del público, de la cual depende en última instancia la buena marcha de la banca. Los bancos con sucursales en todos los centros importantes de un país son algo que conoce todo el mundo, y la confianza del público en ellos aumenta. Ni siquiera este argumento deja de ser equívoco. La misma confianza se puede depositar en un banco relativamente pequeño que lleve muchos años operando en una localidad o en una región. También es probable que la confianza aumente hasta un cierto número y tamaño de bancos, y que una vez efectuadas nuevas fusiones sólo aumente de manera marginal.

Otra ventaja del tamaño es que hay economías en la asunción de riesgos. Los recursos necesarios para cubrir los riesgos no se incluyen en los costes de explotación, sino en las provisiones y en la cuenta de capital. La teoría actuarial demuestra que una cartera de riesgos grande es más eficiente que otra pequeña, y una posible explicación de las reiteradas fusiones es el deseo por parte de los grandes bancos de reducir todavía más sus riesgos. Un punto particular que conviene señalar es que es mucho más fácil para un banco grande evitar la concentración del riesgo en forma de exposición a una sola industria o región; el argumento del cliente grande se podría reducir a un deseo de disminuir la concentración del riesgo haciendo que los préstamos a clientes compongan una proporción menor del balance total. El hecho de que normalmente tanto el mercado como las autoridades de vigilancia permitan a los grandes bancos tener ratios de recursos propios más bajos que los de los bancos pequeños se puede explicar por

la convicción de que su riesgo es menor, aunque en este caso el mercado puede pensar que la verdadera diferencia está en que las autoridades difícilmente dejarán hundirse a un banco realmente grande.

En nuestros exámenes del proceso de concentración en el capítulo 2 y de las economías de escala en el capítulo 3 descubrimos otra explicación alternativa de las sucesivas fusiones de grandes bancos. Tan pronto como el proceso de concentración local, regional y nacional ha llegado al punto de constituir un grupo reconocible o núcleo de grandes bancos, otras consideraciones entran en juego. A menudo esos grupos desarrollan sus actividades con tranquilidad durante muchos años, pero al cabo el sistema sufre una perturbación, que suele consistir en que uno o más de los bancos del núcleo, viéndose en apuros, busquen integrarse, o sean forzados a hacerlo, con uno de los bancos mayores del grupo. Esa fusión trastorna el equilibrio del grupo, y hace que los bancos no participantes se apresuren inmediatamente a formar bancos mayores que contrarresten el peso de los otros. En otras palabras, casi todas las fusiones son defensivas. La verdadera ventaja del tamaño en esta situación estriba en que ayuda a proteger a un banco de ser adquirido y le asegura la posición de socio dominante en cualquier fusión que se produzca.

Aunque es natural que los bancos busquen argumentos con una apariencia de lógica económica a la hora de justificar nuevas fusiones, no hay por qué pensar que la teoría económica convencional sea la mejor orientación para entender el proceso de concentración, al menos más allá de cierto punto. En el capítulo 3 se sugirió, siguiendo a Rothschild (1947), que para comprender el comportamiento de los pequeños grupos de grandes bancos eran más adecuadas las analogías con la estrategia militar. Decir esto no es acusar a los bancos de

duplicidad en la presentación de sus argumentos; no hacen sino presentar el asunto bajo la luz más favorable. Por la misma razón, cuando se habla de la competencia entre grandes bancos en términos militares, como una lucha constante por el poder que de tanto en tanto recurre a la "violencia" de las fusiones, lo único que se está haciendo es encontrar una explicación más convincente del comportamiento observado. Los argumentos económicos no son ajenos a la cuestión, pero probablemente no son la causa primordial de las fusiones.

#### ARGUMENTOS EN CONTRA DE NUEVAS FUSIONES

##### El peligro de monopolio

Uno de los argumentos que probablemente se esgriman en contra de nuevas fusiones entre los Siete Grandes es el de la creación de un monopolio; no es, sin embargo, un argumento muy robusto. A lo largo de toda la literatura académica sobre concentración y economías de escala está presente el supuesto o afirmación de que una reducción del número de compañías que compiten dentro de una industria llevará a un aumento de la colusión entre ellas, con los consiguientes ingresos o beneficios monopolísticos. Hay un nuevo componente del argumento que sostiene que las grandes compañías llegan a serlo por su superior eficiencia más que por el ejercicio de un poder monopolístico, pero no serán muchos los que se dejen impresionar por esta matización, ni entre las filas de los economistas académicos ni fuera de ellas. La nueva teoría de los mercados contestables anula también la conexión forzosa entre tamaño y poder monopolístico, al mostrar que la exposición a competidores ocasionales ("hit-and-run") neutraliza gran parte del poder; esta condición se aplica cada vez más a la banca. A pesar



de estas modificaciones de la teoría del monopolio, el público en general sentirá intuitivamente que aquello que ya considera un monopolio ha adquirido un poder todavía mayor a través de las fusiones.

Aunque teóricamente sea correcto afirmar que una reducción del número de compañías hace que a éstas les resulte algo más fácil confabularse en contra de los intereses del público, la evidencia empírica de que esto pudiera ser válido para una reducción del número de grandes bancos españoles de siete a cuatro, o incluso a un número más pequeño, es escasa o nula. La evidencia de otros países en los que ha habido fusiones dentro del núcleo apunta más bien en sentido contrario. Dentro de todos los sistemas bancarios ha aumentado la competencia en los últimos años, y la mayoría de los gobiernos está contribuyendo a acrecentarla aún más con sus medidas de liberalización y desregulación del sistema; a estos dos factores hay que atribuir, casi con toda seguridad, la falta de evidencia del empleo de poderes monopolísticos en los años recientes. Lo verdaderamente importante es que en las presentes condiciones resulta mucho más difícil para los bancos actuar de forma no competitiva y mantener cárteles. Esa dificultad probablemente aumentaría si hubiera nuevas fusiones, porque su efecto sería suscitar una mayor desconfianza entre el público y una actitud más estricta por parte de las autoridades.

Algunos banqueros han expuesto una variante del argumento del monopolio sugiriendo que una reducción del número de bancos que componen el núcleo supondría un mayor peligro de nacionalización. Tal vez la refutación más efectiva de este razonamiento sea el ejemplo de Francia: es un hecho que al gobierno francés no le resultó nada difícil nacionalizar casi el 90 por ciento de un sistema bancario que todavía contenía poderosos bancos regionales. En otros países incluso

gobiernos socialistas se han resistido a las demandas de nacionalización del sistema bancario, y algunos gobiernos han tomado medidas para privatizar la parte del sistema bancario perteneciente al sector público. El peligro de nacionalización sería cierto sólo si se cumplieran dos condiciones hipotéticas: 1) que las elecciones llevaran al poder a un partido comprometido a nacionalizar, y 2) que nuevas fusiones acrecentaran de tal modo el temor al monopolio entre el público en general que un gobierno del tipo que fuera tuviera que rendirse a la presión popular. Lo más probable es que la realización de nuevas fusiones fuera casi enteramente neutra en sus efectos sobre la posibilidad de nacionalización.

#### El proceso de fusión

Hasta ahora hemos considerado las fusiones tan sólo como un medio orientado a un fin, que sería el de alcanzar mayor tamaño y posiblemente una mayor eficiencia. Una fusión se anuncia un día, pero ese día no es más que el comienzo de un largo proceso de combinación de dos o más plantillas, redes de sucursales, sistemas operativos e informáticos y grupos de clientes, con vistas a formar un todo armonioso. El proceso de planificar, primero, y llevar a la práctica, después, toda esa reorganización global ha de absorber las energías de buena parte del equipo directivo de ambos bancos a lo largo de varios años; las economías que se supone que debe producir tardan todavía más en materializarse. Casi con certeza se puede afirmar que el impacto inmediato de una fusión es un descenso de la eficiencia, y que sus beneficios sólo se materializan paulatinamente a lo largo de muchos años. El sistema bancario español se está recuperando lentamente de una crisis dolorosa, y ciertamente no es éste el mejor momento de embarcarse en



un proceso tan dilatado, cuyo resultado depende de muchos factores, entre los cuales el más importante es la calidad de la dirección. Está claro que sería un disparate ponerlo en marcha sin antes haber sopesado sus costes ciertos y su resultado incierto.

En el capítulo 4 se expusieron los resultados de algunos estudios de los costes que acarrea el proceso de fusión y del tiempo que tardan en materializarse las posibles economías, y en el capítulo 5 se dieron evidencias similares tomadas de los informes de comités gubernamentales del Reino Unido. Todas las indicaciones coinciden en que se trata de un proceso muy largo, de entre dos y cinco años de planificación entre el anuncio de la fusión y la fecha en que el nuevo banco comienza a operar con su nuevo nombre, y un período de hasta quince años hasta que se materializan plenamente las economías esperadas del cierre de sucursales. Aquí bastará que hagamos un breve resumen de las dificultades halladas.

El efecto inmediato del anuncio de una fusión es de incertidumbre y temor entre los empleados; y hay que darles garantías, porque nada sería más contraproducente que una baja de moral. Planificar la reorganización llevará su tiempo, más aún si la fusión se realiza entre bancos de tamaño semejante, ninguno de los cuales asume el papel de "pretendiente". Es seguro que uno y otro tendrán diferentes rutinas operativas, fórmulas contables parcialmente diferentes, diferentes sistemas de calificación del personal, diferentes sistemas informáticos, una distribución geográfica de sucursales ligeramente diferente, y otras diferencias en muchos aspectos de menor importancia. Todas esas diferencias tienen que desaparecer en el estadio de planificación. Cuando ninguno de los bancos participantes se encuentra claramente en la posición de socio dominante, lo más probable es que la

amalgama resultante de procedimientos operativos, esquemas de plantilla y rutinas informáticas tenga un cierto carácter de compromiso. La mejor manera de poner de relieve la complejidad de los problemas es examinar algunas de las cuestiones concretas para ver por qué las economías buscadas tardan tanto en materializarse.

Gran parte del debate gira en torno a la racionalización de la red de sucursales. Las sucursales de los bancos que se fusionan estarán en una de estas tres categorías: 1) sucursales cuyas operaciones se pueden transferir de manera inmediata a una sucursal del otro banco; 2) sucursales en las que habrá que efectuar alteraciones, desde cambios de poca importancia hasta una remodelación completa, para dar cabida en ellas a las operaciones de otra sucursal cercana, y 3) sucursales que sólo se pueden combinar en un edificio de nueva planta. A veces se podrá lograr una solución de compromiso transfiriendo las operaciones puramente administrativas ("back-office") a otro edificio para dejar en la sucursal más espacio de atención al público. No todos los problemas son arquitectónicos. En algunos casos se garantiza al personal existente que su carrera no se verá perjudicada por la fusión, y por lo tanto no se podrán fundir dos sucursales hasta que el director de una de ellas se jubile o sea ascendido. La experiencia parece indicar que la fusión de la mayoría de las sucursales de la primera categoría y de algunas de las de la segunda se puede lograr en un plazo de tres a cinco años, y la mayoría de todas las planificadas en un plazo de siete a diez años. Al cabo de quince años del comienzo de la reorganización seguramente seguirá habiendo casos de dos sucursales bastante grandes de los bancos fusionados situadas casi puerta con puerta.

Durante varios años después de la fusión, los empleados seguirán

considerándose a sí mismos y unos a otros como procedentes del Banco A o del Banco B. En algunos casos el proceso de asimilación de dos plantillas en un solo conjunto armonioso y leal al nuevo banco se ha abreviado mediante una política deliberada de combinación de empleados de cada uno de los bancos en niveles alternados de antigüedad dentro de cada sucursal o departamento de la sede central. Este sistema puede ser la mejor solución desde el punto de vista de la armonía del personal, pero también puede acarrear un coste de eficiencia. Con el tiempo el problema se diluye, a medida que el nuevo banco recluta nuevos empleados y los recuerdos del pasado se debilitan. Es de esperar que los problemas de personal sean todavía mayores cuando la fusión no es algo voluntariamente buscado.

En las actuales circunstancias, las rigideces que imponen los sistemas informáticos incompatibles ocupan un lugar importante en los debates. Como hemos señalado anteriormente, en general hay que esperar hasta cinco años para que uno de los bancos o los dos instalen nuevos ordenadores. Los avances tecnológicos recientes han eliminado en parte este problema; con las nuevas redes de telecomunicaciones, hasta los ordenadores incompatibles pueden "hablar" entre sí a través de un miniordenador "puerta" (gateway). El sistema informático en sí no es más que una parte del problema. En torno a él se configuran toda clase de rutinas operativas, y es a la hora de armonizar éstas cuando se tropieza con el obstáculo mayor. A esto va aparejado el tiempo que tardan los empleados en acostumbrarse a las rutinas nuevas y llegar a manejarlas con la misma seguridad que las antiguas; es inevitable que durante muchos meses perduren los errores y las consultas, hasta que las rutinas nuevas hayan sido asimiladas por los empleados y entendidas por los clientes.

Gran parte de la evidencia que ha servido de base a esta sección fue suministrada por los asesores económicos de los grandes bancos que se han formado por fusión a lo largo de los últimos veinte años. Casi todos los asesores coincidieron en la opinión de que las fusiones, a pesar de las dificultades que hemos descrito, habían sido útiles para mejorar la eficiencia. Es casi seguro que así ha sido, pero esas fusiones tenían otro factor en común: todas se efectuaron en épocas en que la banca estaba en expansión en todas partes. En la actualidad el negocio bancario está relativamente estancado, especialmente en España, y el pronóstico es que las cosas pueden ir a peor conforme sigan avanzando la desintermediación y la securitisation. Parece que las fusiones orientadas a conseguir mejoras de eficiencia son algo parecido a un aumento rápido de la automatización: ni lo uno ni lo otro se puede acometer con éxito a menos que los bancos se encuentren en fase de expansión y el personal desplazado pueda ser colocado en otros puestos con provecho para el banco.

#### FUSIONES ENTRE LOS SIETE GRANDES BANCOS ESPAÑOLES

Los siete grandes bancos españoles constituyen un grupo dotado de dos características especiales: 1) no hay una gran disparidad de tamaños entre los Siete Grandes, en términos de los balances totales combinados de cada conjunto de bancos de propiedad común, siendo el más pequeño equivalente a aproximadamente un tercio del mayor; 2) parece haber diferencias mensurables de eficiencia dentro del grupo, con una eficiencia global aparentemente mayor de los miembros más pequeños. Hay también diferencias entre los bancos en cuanto a sus actitudes respectivas hacia la fusión, particularmente porque en algunos existen todavía conexiones familiares, mientras que en otros

la propiedad está muy repartida. Todas estas características son pertinentes para el examen de los efectos probables de las fusiones.

Para medir la eficiencia relativa de los grupos es esencial disponer de cuentas consolidadas de sus operaciones, con auditorías externas. Esto sólo se ha hecho en algunos de los grandes bancos españoles en 1985, y aun entonces con la excepción de uno de ellos. Los que trabajan a diario en el sistema bancario español cuentan con diversos indicadores de eficiencia, que a menudo no son cuantificables; pueden ser meramente la reputación de eficiente o innovador de determinado presidente o director ejecutivo, el prestigio del banco en los círculos bancarios internacionales o indicaciones de dificultades financieras. Esos datos no están al alcance de un observador exterior, que tiene que apoyarse en las medidas cuantitativas disponibles.

Esas medidas se examinaron en el capítulo 8, al comentar la clasificación de los bancos según los diez ratios de explotación y tres indicadores bursátiles para las sociedades centrales y grupos consolidados que aparecen en el cuadro 8.21. No todos los indicadores tienen el mismo peso. Muchos son un tanto ambiguos, porque el ratio puede ser elevado por distintas razones o porque su nivel depende de la naturaleza de las actividades del banco en cada caso: no todos son indicadores ciertos de la eficiencia. A pesar de esas dificultades de interpretación, esos ratios son, en general, los que habitualmente se emplean para indicar la eficiencia. El hecho llamativo es que el peso de la evidencia favorece a los tres bancos menores más que a los tres mayores, y parece indicar que en general están mejor gestionados que los mayores.

Esa observación se puede resumir repitiendo las puntuaciones medias de las distintas medidas utilizadas. Las columnas A incluyen

todos los indicadores, y las columnas B son resultado de omitir varios indicadores que dependen en gran medida de las proporciones de actividades al por menor y al por mayor dentro de cada banco. La puntuación del grupo Banesto, que no presentó cuentas consolidadas para 1985, se ha calculado necesariamente sobre los indicadores disponibles. Las puntuaciones más bajas indican mayor eficiencia, porque las cifras son promedios de clasificaciones en las que el número 1 es el más favorable.

| <u>Banco</u> | <u>A</u>       |              | <u>B</u>       |              |
|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
|              | <u>Central</u> | <u>Grupo</u> | <u>Central</u> | <u>Grupo</u> |
| Banesto      | 3,9            | 4,4          | 4,0            | 4,5          |
| Central      | 5,4            | 5,0          | 5,3            | 5,3          |
| Hispano      | 5,8            | 5,5          | 6,8            | 6,5          |
| Bilbao       | 4,6            | 3,8          | 5,0            | 3,9          |
| Vizcaya      | 2,3            | 2,5          | 1,8            | 1,7          |
| Santander    | 2,7            | 3,2          | 3,0            | 3,1          |
| Popular      | 3,2            | 2,3          | 2,0            | 2,0          |

El veredicto de que los tres bancos más pequeños son más eficientes que los tres mayores está respaldado, en general, por los indicadores bursátiles y por organismos externos tales como la IBCA.

Sobre el supuesto racional de que las fusiones sugeridas se orienten a producir no sólo menos bancos, sino bancos mayores, parece que las fusiones serían de un tipo rara vez o nunca visto hasta ahora. En primer lugar, serán fusiones forzosas, impuestas contra los deseos de la mayoría de los bancos afectados. En segundo lugar, serán fusiones de bancos pequeños y relativamente eficientes con bancos grandes y relativamente ineficientes. En una fusión hay casi siempre un socio dominante, que casi invariablemente es el mayor de los dos bancos. Si el socio dominante resulta ser menos eficiente que el banco



al que absorbe y estar peor gestionado, el resultado tenderá con mayor probabilidad a perpetuar las ineficiencias existentes que a crear vientos de cambio en el banco nuevo. La situación reinante en España no favorece la solución fusión como manera de conseguir una mayor eficiencia del sistema bancario, a menos que las autoridades estén dispuestas a agarrar el toro por los cuernos e imponer la dirección más eficiente a la menos eficiente en todas las fusiones, con independencia del tamaño de los respectivos bancos.

## CONCLUSIONES

Este informe no pretendía hacer recomendaciones concretas de política, sino analizar todos los factores implícitos en la sugerencia de efectuar fusiones entre los siete mayores bancos de propiedad privada de España. Hemos llevado a cabo ese análisis sobre los aspectos teóricos y la experiencia histórica y situación actual en España y en otros once países industrializados. La idea era presentar a los responsables de las decisiones, que tienen un conocimiento mucho más pormenorizado de la situación española que el autor, una información adicional que debería ser tomada en cuenta. A pesar de ese alcance limitado del informe, será útil para centrar la evidencia que el autor extraiga, de la suma de evidencia considerada, ciertas conclusiones tentativas y personales. Vamos a hacerlo en tres etapas: 1) un examen del peso de la evidencia sobre fusiones de grandes bancos en general; 2) una reconsideración de la cuestión a la luz de la situación presente de la banca en la mayoría de los países avanzados, y 3) una ojeada al carácter especial de las fusiones que se sugieren en España.

Una conclusión general del argumento de este informe es la de que las economías de escala en la banca son difíciles de definir y de

medir. Existen en ciertos aspectos y en ciertos sectores de las operaciones de un banco, pero no son tan importantes como parecen dar por supuesto los argumentos que se aducen en favor de las fusiones sugeridas. El hecho llamativo sobre las razones que se dan en favor de las fusiones de grandes bancos es el de que apenas han cambiado en los últimos setenta años. Cada vez que un banco grande quiere integrarse con otro se vuelven a desempolvar las mismas razones, o sus variantes ligeramente modernizadas. En el escéptico esto produce la impresión de que no son las razones dominantes que hay detrás de la fusión propuesta, aunque puedan tener alguna validez. El estudio del proceso de concentración llevado a cabo en los primeros capítulos hace pensar que, rebasado un cierto punto en la formación de un núcleo central de bancos, se ha buscado el tamaño básicamente por razones de poder competitivo, de manera que a una fusión efectuada para constituir un grupo más poderoso la han seguido inmediatamente otras fusiones defensivas.

Otra conclusión general es la de que la fusión dista mucho de ser una manera rápida y segura de incrementar la eficiencia. Frente a un problema difícil, los gobiernos y otras grandes organizaciones se inclinan instintivamente hacia una o más de tres posibles "soluciones": 1) nombrar un comité; 2) cambiar el nombre de la organización, y 3) acometer una reorganización drástica. En este contexto la reorganización drástica que se propone consiste en emprender unas fusiones que hasta cierto punto serían forzadas. El atractivo de la reorganización radica en que parece ser un paso inmediato y decisivo hacia la solución del problema; el análisis realizado en este informe manifiesta, por el contrario, que no sería más que el principio de un largo proceso. Incluso en aquellos sectores en los que indudablemente



existen economías de escala y se pueden medir parcialmente, como es el de la red de sucursales, se tarda muchos años en alcanzar esas economías, y su materialización depende ante todo de la calidad de la dirección.

Estas conclusiones se aplican a fusiones que fueron acometidas en las condiciones "ideales" de unos balances en expansión. Todos los asesores económicos de grandes bancos que fueron resultado de fusiones a lo largo de los últimos veinte años parecían estar de acuerdo en que su particular fusión había sido un éxito, pero algunos declararon explícitamente que había que atribuirlo a que se hicieron en un momento de expansión; en todas ellas había sido así. En la situación presente los bancos, y en particular los bancos españoles, no están conociendo una expansión rápida, y muchos de los argumentos que antes eran válidos ahora están desfasados. Son argumentos de la era que se cerró definitivamente alrededor de 1980, en la que la competencia era menos aguda y muchos bancos tenían el tamaño como objetivo fundamental. Hoy el tamaño ya no es tan importante, y en su lugar aparecen la eficiencia y la buena gestión, que se demuestra con la rentabilidad.

Hay varios aspectos de la situación actual de los sistemas bancarios en todo el mundo que hacen que éste sea un momento especialmente inoportuno para introducir una reorganización tan drástica como sería una serie de fusiones:

1. El riesgo está muy acrecentado, no sólo a consecuencia del ritmo frenético de las innovaciones y transformaciones y el fuerte aumento de la competencia, dentro y fuera de los sistemas bancarios nacionales, sino también por los riesgos inherentes a algunas de las nuevas formas de negocio, particularmente a los diversos tipos de garantías que no figuran en

los balances.

2. Los procesos de desintermediación y securitisation siguen adelante, obstaculizando la expansión de los balances de los bancos, y, hasta cierto punto, de su negocio global. No se dan las condiciones necesarias para que las fusiones puedan llevar a una mayor eficiencia, ni es probable que se den mientras se mantengan las tendencias actuales.
3. Debido al predominio de los costes laborales en la banca, un sistema bancario estancado debe desprenderse de personal si pretende conseguir economías operativas por medios tales como la racionalización de las redes de sucursales. Con los niveles actuales de desempleo esto es extraordinariamente difícil en casi todos los países, pero en ninguno más que en España. Y no hay economías en aumentar las cifras de personal excedentario empleado por los bancos.

La característica particular de las fusiones sugeridas es la aparente disparidad de eficiencia entre los tres bancos mayores y los tres menores de los Siete Grandes. Los resultados relativamente peores de los tres bancos de mayor tamaño están atestiguados no sólo por nuestro propio análisis de una serie de indicadores, sino también por las opiniones de la Bolsa y de organismos independientes de clasificación. Obviamente no habría mejora de la eficiencia global, sino más bien lo contrario, si las fusiones entre pares de bancos grandes y pequeños significaran que el socio dominante fuera, como es casi siempre en una fusión, el banco de mayor tamaño. Si se otorgara la posición dominante a la dirección del banco más pequeño, se crearía una situación incómoda en cuanto a la moral del personal, pero una ganancia clara en eficiencia de la gestión bien vale un precio alto, y

es el sine qua non para conseguir economías. Sólo con ese planteamiento sería posible utilizar la reorganización del sistema bancario español mediante fusiones como manera de incrementar su eficiencia a plazo medio.

Una solución alternativa podría ser la de alentar la fusión de los bancos más pequeños, posiblemente incluyendo entre ellos al Banco Exterior, con vistas a crear un nuevo banco que fuera mayor y presumiblemente más eficiente que cualquiera de los grandes bancos existentes. Aparte de los trastornos que ocasiona toda fusión, sobre todo si no ha sido activamente buscada por todos los bancos participantes, esto surtiría el efecto deseado únicamente si se tolerase un alto grado de competencia dentro del sistema bancario. Para ello habría que seguir adelante con el proceso de liberalización y abandonar la dependencia actual del sistema de coeficientes de caja, que protege la ineficiencia al mantener necesariamente fija la remuneración de los saldos de caja obligatorios, de modo que hasta el banco menos eficiente puede obtener beneficios. Aunque lo que decimos puede parecer temerario como política para el momento actual, en el que el sistema bancario está todavía recuperándose de los efectos de una crisis prolongada, los peligros se podrían minimizar mediante un planteamiento gradual, evitando toda perturbación repentina que pudiera precipitar fracasos. Un planteamiento de ese tipo que siguiera estimulando la competencia sería probablemente más eficaz que cualquier fusión para incrementar la eficiencia de los bancos españoles. Un ingrediente adicional de considerable peso sería que los bancos que se vieran en dificultades por su incapacidad para hacer frente a una mayor competencia tuvieran que sufrir no su desaparición como bancos, sino un obligado cambio de dirección una vez que los accionistas hubieran

pagado la pena correspondiente.

La lección que se desprende de nuestro análisis es que en el mejor de los casos las fusiones son una manera incierta y lenta de incrementar la eficiencia, pero partiendo de comparaciones internacionales se puede sostener legítimamente que el número de bancos que componen el núcleo del sistema bancario en España es excesivo para un país de su tamaño. Aunque las autoridades deben resistirse a la tentación de ver en las fusiones una panacea a corto plazo para los problemas inmediatos, seguramente sería razonable preparar el camino hacia una futura reducción del número de grandes bancos poniendo en marcha un proceso de localización de socios potenciales y fomentando la cooperación entre ellos. Siempre que se pueda demostrar la existencia de economías de escala, las autoridades deben alentar el uso compartido de instalaciones y animar a los bancos a considerar la formación de consorcios.

Hay un último punto que exige que nos alejemos un poco del tema principal de este informe. Uno de los terrenos en los que se ha visto que el tamaño es importante es el de la gestión internacional de valores, debido a la mayor capacidad de colocación y al acceso a redes internacionales de información y negociación. En toda Europa se están modernizando las bolsas; los agentes están perdiendo sus antiguos monopolios de actuación y los bancos están estableciendo vinculaciones más estrechas con los mercados, aunque sólo sea para responder a la necesidad de capitales mucho mayores. En esta situación, la eficiencia del sistema bancario está en parte atada a la eficiencia de las bolsas, y las autoridades deberían dar alguna prioridad a la modernización de éstas. Aunque el modelo que se ha seguido en Gran Bretaña y otros países europeos, con su copia directa de los métodos estado-



LAS LETRAS DEL TESORO

Ignacio GARRIDO



## LAS LETRAS DEL TESORO

### 1. La financiación del déficit público, la política monetaria y las funciones de las letras del Tesoro.

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 11 de junio del año en curso creó y reguló los aspectos básicos de una nueva modalidad de Deuda Pública del Estado, las Letras del Estado, que ha venido a llenar un vacío sustancial en la gama de instrumentos de que dispone el Estado para la financiación de sus necesidades y en el sistema de tipos de referencia sobre los que se articulan los mercados de capitales.

Desde su creación en 1981, los Pagarés del Tesoro se revelaron como un pilar básico de la financiación del Estado y, merced a las posibilidades operativas otorgadas a los mismos por su forma de representación, la ausencia de intervención de fedatario público, su emisión al descuento y su negociación en múltiples mercados, se convirtieron en el instrumento con mercado más desarrollado y activo de cuantos se negociaban en los mercados de capitales españoles.

Esta situación posibilitó su uso como instrumento de política monetaria a través de operaciones de mercado abierto y convirtió el tipo de interés de los Pagarés en un tipo de referencia fundamental.

El hecho de que su colocación estuviera parcialmente asegurada por la existencia de un coeficiente obligatorio no resta validez a lo expuesto, si bien constituye un pie forzado que garantizando una demanda elevada interfiere en el pro-



ceso de fijación de precios y en la distribución entre agentes de la Deuda en circulación. La diferencia capital, no obstante, de los Pagarés respecto a otros activos a corto plazo, como los Bonos del Tesoro o los Certificados de Regulación Monetaria estriba en la posibilidad de su adquisición por cualquier inversor, lo que determina una aproximación de sus tipos no a los de los activos sino a los de los pasivos bancarios.

Financiación de la Necesidad de Endeudamiento neto del Estado

| Necesidad de<br>endeudamiento<br>neto (m.m.) |         | Porcentajes     |               |                 |       |
|--|---------|-----------------|---------------|-----------------|-------|
|  |         | Deuda<br>Tesoro | Otra<br>Deuda | Banco<br>España | Resto |
| 1981   | 513.2   | 5.3             | 26.1          | 93.3            | -25.0 |
| 1982   | 1.063.1 | 6.9             | 31.2          | 81.5            | -19.6 |
| 1983   | 1.158.7 | 89.2            | 25.0          | 11.7            | -25.9 |
| 1984   | 1.368.8 | 149.0           | 51.8          | -48.1           | -52.7 |
| 1985   | 1.636.0 | 69.4            | 23.8          | 27.0            | -20.2 |
| 1986   | 1.493.7 | 62.0            | 122.6         | -40.6           | -44.0 |
| 1987 En.<br>Ag.                              | 738.2   | 127.5           | 75.9          | -54.7           | -48.7 |

Fuente: Banco de España. Boletín Estadístico mensual.

La situación quedó gravemente trastocada como consecuencia de las disposiciones contenidas en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros. Como se sabe, esta Ley al tiempo que sometía a retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto de Sociedades los rendimientos obtenidos de activos de rendimiento implícito estableció unos mecanismos de información destinados al reforzamiento del control fiscal sobre los rendimientos de capital. Los rendimientos de los Pagarés del Tesoro, si bien están sujetos a los citados impuestos, quedaron exentos de retención a cuenta y de las obligaciones de información impuestas a los intermediarios financieros y fedatarios mercantiles.

Como consecuencia de lo dispuesto en la Ley se produjeron grandes desplazamientos de fondos hacia los Pagarés del Tesoro que, de esa forma, alcanzaron su máxima difusión entre el público. Ahora bien, esa expansión dió lugar a una reducción sostenida y sustancial del tipo de interés de los Pagarés del Tesoro que se ha alejado de los tipos de mercado para activos de plazo similar mucho más de lo que justificaría la naturaleza del emisor y las facilidades operativas. Como consecuencia, los Pagarés han perdido en la práctica su característica de activo para todos los inversores y se ha producido un confinamiento del instrumento en los segmentos afectados por el coeficiente o motivados fiscalmente.

La nueva situación ha tenido su expresión más clara y sus consecuencias más perturbadoras durante el primer semestre de 1987, cuando la elevación de los tipos de interés a corto plazo, permaneciendo el de los Pagarés del Tesoro a su nivel anterior, inutilizó en la práctica a éstos para las labores de intervención monetaria y se asistió a un proceso de desinversión creciente por parte del público en general e incluso del público motivado fiscalmente.

Esta evolución tuvo una incidencia importante dada la falta de capacidad del Estado para financiarse en el mercado con los instrumentos restantes y agudizó los problemas de control monetario, poniendo de manifiesto la necesidad de disponer de un instrumento que restaurara el acceso del Estado a los mercados a corto plazo y que permitiera sumar una política de mercado abierto a los restantes instrumentos de control monetario.

Las Letras del Tesoro son el instrumento creado para cumplir esas finalidades.

## 2. Características y funciones de las Letras del Tesoro

La experiencia de los Pagarés del Tesoro mostraba a las claras qué condiciones debía reunir y cuáles debía evitar un instrumento que hubiese de alcanzar unos mercados tan profundos y activos como para soportar una parte importante de la financiación del Estado, para servir de enlace y referencia para el conjunto de mercados financieros y para servir de cauce a operaciones de mercado abierto,.

En primer lugar, son un instrumento a corto plazo que, en la actualidad se emite a 12 meses, aunque, por la vía de las cesiones temporales del Banco de España también le llega al mercado a tres meses, sin perjuicio de que a través de las operaciones con pacto de recompra la oferta para los inversores cubra todos los plazos hasta 12 meses.

En segundo lugar, se emiten al descuento facilitándose de esta manera las operaciones sobre letras que, por otra parte, no se ven sujetas a las trabas propias de los activos de rendimiento implícito merced a la calificación de las mis-

mas como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios y a la previsión contenida para tales instrumentos en el artículo octavo, uno, de la mencionada Ley 14/1985.

En tercer lugar, el régimen de representación y de tenencia y transmisión ha de ser de bajo costo y de rápida liquidación. Las Letras del Tesoro, están representadas exclusivamente en anotaciones en cuenta y como tales no es precisa la intervención de fedatario público en su suscripción, compra o transmisión. En cuanto a las posibilidades operativas, disfrutan de las contempladas en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, para la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

En cuarto lugar, pueden ser adquiridas por cualquier tipo de inversor; estando, pues, disponibles para ser negociadas en cualquier tipo de mercados y garantizando así un nexo de unión entre todos ellos.

En quinto lugar, completando lo anterior, debían verse y las Letras se ven, de hecho, libres de trabas, como la de ser computable para el cumplimiento del coeficiente de Deuda dentro del coeficiente de inversión.

En sexto lugar, el marco de características se cierra con un tratamiento fiscal de las Letras que las diferencia radicalmente de los pagarés del Tesoro y las sitúa tan próximas al régimen general como exigen las necesarias facilidades operativas que requiere su función de instrumento de intervención en los mercados monetarios. Así, pues, los rendimien-

EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO

(miles de millones de pesetas)

| Subastas |     | Emisiones |          | Deuda en circulación |          |
|----------|-----|-----------|----------|----------------------|----------|
|          |     | Nominal   | Efectivo | Nominal              | Efectivo |
| Junio    | 26  | 99,4      | 86,1     |                      |          |
|          |     | 400,0*    | 345,8*   | 499,4                | 431,9    |
| Julio    | 10  | 62,0      | 53,7     | 561,4                | 485,6    |
|          | 17  | 200,0*    | 173,5*   | 761,4                | 659,2    |
|          | 24  | 60,6      | 52,5     | 822,0                | 711,6    |
| Agosto   | 5   | 100,0*    | 86,9*    | 922,0                | 798,6    |
|          | 7   | 135,9     | 117,9    | 1.057,9              | 916,5    |
|          | -11 | 300,0*    | 260,5*   | 1.357,9              | 1.176,9  |
|          | 21  | 102,8     | 89,2     | 1.460,6              | 1.266,2  |
| Setbre.  | 4   | 161,7     | 140,5    | 1.622,4              | 1.406,7  |
|          | 18  | 54,0      | 46,9     | 1.676,4              | 1.453,5  |
| Octbre.  | 2   | 56,8      | 49,3     | 1.733,1              | 1.502,9  |
|          | 16  | 86,5      | 75,3     | 1.819,6              | 1.578,2  |

\* Cesión al Banco de España.

tos de las Letras están exentos de retención a cuenta de los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y de Sociedades pero están plenamente sujetos a los mismos, estando los intermediarios financieros obligados a los mismos deberes de información a la administración tributaria establecidos con carácter general.

En séptimo lugar, en el plano operativo, las Letras se emiten con regularidad y por el procedimiento de subasta, lo que permite que el mercado exprese sus condiciones con total claridad. Lo dicho es aplicable tanto a las subastas de Letras a vencimiento de 12 meses que realiza el Tesoro Público los jueves alternos, como a las que realiza el Banco de España, tres veces por decena, de cesiones temporales por tres meses.

Finalmente, en octavo lugar y sin salirse del plano operativo, cabe destacar la posibilidad de realizar cesiones temporales de Letras adquiridas en cesión temporal, posibilidad que, a diferencia de lo que sucede en Pagarés del Tesoro, no es aplicable de momento a la Deuda a medio y largo plazo dentro del sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

Con las características expuestas, seleccionadas entre otras de menor importancia, queda suficientemente delimitado el marco de las Letras del Tesoro, y puede apreciarse que coincide básicamente con el de los Pagarés del Tesoro, eliminando aquellas características de éste que representan cierta limitación a su plena integración en los mercados de capitales de carácter general, como son sus peculiaridades fiscales y su computabilidad exclusiva en el coeficiente de Deuda a corto y medio plazo dentro del de inversión.

### 3. El mercado de Letras del Tesoro.

La evolución registrada en las emisiones de Letras desde su creación en el pasado mes de junio han respondido con creces a lo esperado, si bien los tipos de interés implícitos en los precios de adquisición aceptados han resultado más altos de lo inicialmente previsto.

El importe efectivo de Letras del Tesoro en circulación alcanzó tras la subasta del día 16 de octubre 1578.2 m.m. de pesetas correspondiendo a un nominal de 1819.6 m.m. De este total 1000.0 m.m. de pesetas nominales fueron entregados directamente al Banco de España, a medida que las ha ido necesitando para su colocación a través de subastas de cesiones temporales a tres meses. De tal manera ha evolucionado la demanda que a mediados de octubre la cartera de Letras en poder del Banco de España se había reducido a 150 m.m. de pesetas nominales.

Importancia sobresaliente tiene el que la penetración entre el público haya sido también vertiginosa, y tanto más apreciable cuando que tratándose de anotaciones en cuenta era preciso contar con un número suficientemente elevado de Entidades Gestoras que pudieran adquirir, mantener y transmitir Letras del Tesoro para sus clientes.

La celeridad con que se ha producido el proceso de adaptación a la nueva situación por parte de las entidades que podían acceder a la condición de gestoras ha sido muy rápido como lo prueba el que su número se haya elevado ya a 66, y la difusión del activo entre el público queda reflejada tanto por el porcentaje que las anotaciones por cuenta de terceros representan sobre el total de Letras del Tesoro en circulación como por la evolución de las peticiones no competitivas



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Cuadro 3

TIPOS DE INTERES DEL MERCADO MONETARIO Y DE LAS LETRAS DEL TESORO

| Meses             | Subasta<br>préstamos<br>(B.E.)<br>marg. | Interbancario |              |              |              |              |              | Subastas         |                   |
|-------------------|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------------|
|                   |   | Depósitos     |              |              | Letras       |              |              | 3 meses<br>marg. | 12 meses<br>marg. |
|                   |   | 1 día         | 1 mes        | 3 meses      | 1 día        | 1 mes        | 3 meses      |                  |                   |
| <u>JUNIO</u>      | <u>19'125</u>                           | <u>18'12</u>  | <u>18'52</u> | <u>18'29</u> | -            | -            | -            | <u>17'750</u>    | <u>15'501</u>     |
| 1ª Decena         | 19'125                                  | 18'53         | 19'24        | 18'81        | -            | -            | -            | -                | -                 |
| 2ª Decena         | -                                       | 17'75         | 18'19        | 18'23        | -            | -            | -            | -                | -                 |
| 3ª Decena         | -                                       | 17'79         | 17'97        | 17'75        | -            | -            | -            | 17'750           | 15'501            |
| <u>JULIO</u>      | <u>18'125</u>                           | <u>18'09</u>  | <u>18'07</u> | <u>17'56</u> | <u>17'89</u> | <u>17'16</u> | <u>17'24</u> | <u>17'458</u>    | <u>15'369</u>     |
| 1ª Decena         | 18'500                                  | 18'46         | 18'02        | 17'60        | 18'30        | -            | 17'38        | 17'500           | 15'369            |
| 2ª Decena         | -                                       | 17'90         | 18'14        | 17'63        | 17'77        | 17'25        | 17'35        | 17'500           | -                 |
| 3ª Decena         | 17'750                                  | 17'96         | 18'05        | 17'47        | 17'62        | 17'10        | 17'22        | 17'312           | 15'369            |
| <u>AGOSTO</u>     | <u>17'500</u>                           | <u>17'68</u>  | <u>17'51</u> | <u>16'83</u> | <u>17'53</u> | <u>16'99</u> | <u>16'44</u> | <u>16'729</u>    | <u>15'040</u>     |
| 1ª Decena         | 17'625                                  | 17'71         | 17'49        | 16'88        | 17'50        | 16'68        | 16'40        | 16'875           | 15'171            |
| 2ª Decena         | 17'500                                  | 17'74         | 17'55        | 16'87        | 17'61        | 16'89        | 16'53        | 16'687           | 15'040            |
| 3ª Decena         | 17'375                                  | 17'60         | 17'48        | 16'75        | 17'47        | 16'93        | 16'43        | 16'625           | -                 |
| <u>SEPTIEMBRE</u> | <u>17'375</u>                           | <u>17'45</u>  | <u>17'41</u> | <u>16'86</u> | <u>17'22</u> | <u>16'81</u> | <u>16'34</u> | <u>16'500</u>    | <u>15'000</u>     |
| 1ª Decena         | 17'375                                  | 17'43         | 17'43        | 16'79        | 17'24        | 16'89        | 16'33        | 16'500           | 15'040            |
| 2ª Decena         | 17'375                                  | 17'51         | 17'42        | 16'93        | 17'23        | 16'84        | 16'36        | 16'500           | 15'040            |
| 3ª Decena         | 17'375                                  | 17'44         | 17'36        | 16'88        | 17'18        | 16'70        | 16'33        | 16'500           | 14'909            |
| <u>OCTUBRE</u>    | -                                       | -             | -            | -            | -            | -            | -            | -                | -                 |
| 1ª Decena         | 17'375                                  | 17'46         | 17'34        | 16'93        | 16'79        | 16'08        | 16'15        | 16'375           | -                 |



en la subasta, aunque este último porcentaje es menos significativo y depende del grado de intermediación y de la política de tarifas de comisiones que adopten las Entidades Gestoras.

Cabe pensar que las razones meramente materiales o circunstanciales, como disponibilidad de la infraestructura informática y organizativa, ha influído inicialmente en que el porcentaje de Letras por cuenta de terceros fuese más bajo y, de hecho, nulo al término del mes de junio; pero esa circunstancia ha desaparecido con el paso del tiempo y, sin embargo, el porcentaje mencionado no ha cesado de crecer a pesar de que el volumen total de Letras en circulación lo ha hecho también de forma muy importante. El repetido porcentaje de Letras por cuenta de terceros sobre total de Letras en circulación ha sido el siguiente:

|              | Sobre total en<br>circulación | Sobre total deducida<br>Cartera Banco de<br>España |
|--------------|-------------------------------|--|
| Junio        | -                             | -  |
| Julio        | 46.8                          | 64.5   |
| Agosto       | 58.0                          | 70.2   |
| Septiembre   | 75.3                          | 81.6   |
| Octubre (16) | 80.1                          | 87.5   |

En cuanto a la política de tarifas de Comisiones practicadas por las Entidades Gestoras cabe señalar que se está produciendo una homogeneización creciente en la que la estructura más frecuente es la siguiente:

|                         |                      |               |
|-------------------------|----------------------|---------------|
| Altas de anotaciones    | 3,5 por mil mínimo   | 250-350 ptas. |
| Bajas                   |                      |               |
| Por amortización        | 3 por mil mínimo     | 150-350 ptas. |
| Por otros conceptos     | 0-3,5 por mil mínimo | 0 - 350 ptas. |
| Custodia                | 2,5 por mil mínimo   | 100 ptas.     |
| Gestión cobro intereses | 2 por mil mínimo     | 15 ptas       |

Huelga señalar que tales comisiones son las aplicables al sistema de anotaciones en general ya que las Letras no dan lugar a gestión de cobro de intereses. Asimismo conviene aclarar que mientras en las bajas y en el cobro de intereses la tarifa se aplica sobre el valor efectivo de la Deuda o de los intereses en el resto de los conceptos se aplica sobre el valor nominal. Es decir en las Letras, el total de comisiones en un caso normal, alcanzaría entre 6.500 y 10.000 pesetas, según no cobren o cobren custodia. No obstante, algunas entidades tienen tarifas especiales para las Letras del Tesoro que no se aproximan al extremo superior de los citados.

En cuanto a la evolución de los tipos de interés de las Letras del Tesoro ha sido paralela a la del resto de los activos que se negocian en su mismo mercado, aunque cabe señalar que puede apreciarse una apertura creciente del diferencial de intereses en el mercado interbancario, reduciéndose relativamente más rápidamente los de las Letras. Es esta una evolución ya registrada en su momento en los Pagarés del Tesoro y que viene a reflejar la creciente difusión del instrumento entre el público en general y quizás también la propia difusión del activo y la normalización de su negociación al incorporarse al sistema de anotaciones como titulares de cuentas la mayoría de los operantes en el mercado interbancario.

Finalmente, cabe señalar que conforme se preveía, o incluso por encima de las expectativas, las Letras del Tesoro están cumpliendo las funciones previstas para las mismas y al tiempo y por lo mismo que aportan una parte sustancial de la financiación del Estado en 1987, representan un mecanismo de instrumentación decisivo de la política monetaria, y la posición dominante que están adquiriendo en los mercados financieros permite augurar que el sistema financiero español dispone de un activo de referencia sólido, superior a los Pagarés del Tesoro y más ventajoso que cualquiera de los existentes con anterioridad.

GRAFICO DEL MES

RECUPERACION DE LA DEMANDA DE INVERSIONES

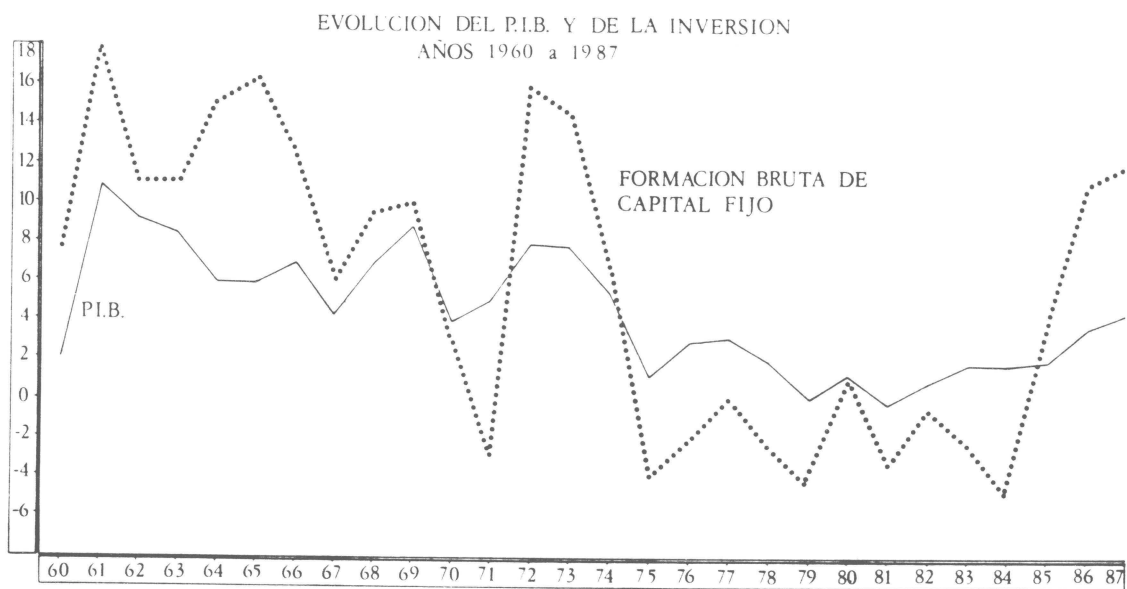


RECUPERACION DE LA DEMANDA DE INVERSIONES

La inversión en capital fijo constituye el fundamento básico del crecimiento económico. Aún en el supuesto de que en algún momento el crecimiento se explique por el aumento de la exportación de bienes y servicios, la expansión de las variables de la demanda aparecerá ligada al incremento de la formación bruta de capital fijo.

En el decenio de crisis de la economía española que va de 1974 a 1984, la formación bruta de capital fijo se redujo en el 23,7%, mientras que el PIB aumentó el 16,6%. Es decir, la tasa/acumulativa anual de las inversiones productivas fue negativa / en un 2,7%, lo que explica en buena medida el moderado crecimiento del PIB a tasa acumulativa del PIB a tasa acumulativa anual / del 1,5%. La recuperación de la demanda de inversión, elevando su cuota de participación en el PIB (19% en 1984), era condición necesaria para alcanzar un crecimiento económico suficiente que tendiera a satisfacer la oferta de trabajo de la población española desocupada.

A partir de 1984, la tendencia en la evolución de la inversión productiva ha cambiado significativamente, al registrarse / tasas de crecimiento superiores a las incorporadas por el producto interior. Como muestra el gráfico adjunto, la caída de las tasas de inversión a partir de 1975 se rompe en 1985, en cuyo año el aumento de la inversión supera a la del producto interior, / circunstancia que prosigue en 1986 y 1987, y que, según todos / los síntomas, va a continuar en 1988. En el trienio 1985-87, / frente a un crecimiento del PIB real del 10%, la inversión en capital fijo aumenta el 29%, recuperando prácticamente el volumen de inversión real de 1974, si bien la cuota de inversión respecto al PIB discrepa todavía en algo más de seis puntos porcentuales respecto a la vigente en 1974 (27,4% en 1974 y 21,1% en 1987).



De los dos grandes agregados que configuran la formación / bruta de capital fijo, ha sido la expansión de la inversión en bienes de equipo y material de transporte quien ha mostrado mayor dinamismo. Se estima que en el trienio 1985/87 la construcción habrá crecido en torno al 17%, mientras que la inversión / en equipo, maquinaria y material de transporte, lo habrá hecho en el 47%. Estamos asistiendo, por tanto, a un proceso muy profundo de renovación y modificación del equipo productivo español, lo que debe incidir en ganancias netas de productividad y del nivel de competitividad de la economía española. La política económica del gobierno tiene que orientarse hacia la consecución de las condiciones necesarias que hagan posible, a plazo / medio, que la cuota de inversión española alcance el 25% del / PIB. Lo que hará realizable la creación de empleo neto, con efecto sobre la tasa de paro que padece la sociedad española.

Como resulta probado en la "Instantánea económica" que se publica en este número de Cuadernos de Información Económica, / sólo la mejora de la cuota de ahorro de la economía española puede hacer posible la financiación sostenida y equilibrada de la formación bruta de capital fijo. Es, por tanto, la consecución de una tasa de ahorro elevada, a la que la contribución del sector público es decisiva, la condición necesaria básica / para hacer posible la expansión de la inversión productiva, única vía para la mejora del nivel de renta y de empleo.





# INSTANTANEA ECONOMICA

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

## Cuadernos de Información Económica. Núm. 8 - Noviembre 1987

### NIVEL DE AHORRO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

(Porcentaje del ahorro respecto al PIB a precios de mercado)

|                     | Ahorro Nacional Bruto |          |          |                              | Ahorro nacional neto |                | Ahorro familiar<br>en porcentaje de la<br>renta familiar<br>disponible |
|---------------------|-----------------------|----------|----------|------------------------------|----------------------|----------------|--|
|                     | Total                 | Empresas | Familias | Administraciones<br>públicas | Total                | Amortizaciones |  |
| 1974 .....          | 27.4                  | 13.9     | 10.5     | 3.0                          | 17.8                 | 9.6            | 11.4   |
| 1975 .....          | 26.1                  | 12.2     | 10.8     | 3.1                          | 16.2                 | 9.9            | 11.6   |
| 1976 .....          | 23.8                  | 12.0     | 9.4      | 2.4                          | 13.9                 | 9.9            | 9.9  |
| 1977 .....          | 23.1                  | 10.9     | 9.5      | 2.7                          | 13.2                 | 9.9            | 10.1   |
| 1978 .....          | 23.6                  | 12.2     | 10.5     | 0.9                          | 13.8                 | 9.8            | 11.1   |
| 1979 .....          | 22.6                  | 11.9     | 10.0     | 0.7                          | 12.3                 | 10.3           | 10.4   |
| 1980 .....          | 20.9                  | 12.1     | 8.2      | 0.6                          | 10.3                 | 10.6           | 8.7  |
| 1981 .....          | 18.7                  | 10.0     | 8.7      | 0.1                          | 7.3                  | 11.4           | 9.0  |
| 1982 .....          | 18.8                  | 10.1     | 9.1      | -0.5                         | 7.3                  | 11.5           | 9.5  |
| 1983 .....          | 18.6                  | 10.0     | 8.6      | 0.1                          | 6.7                  | 11.9           | 8.9  |
| 1984 .....          | 20.4                  | 13.5     | 8.0      | -1.1                         | 8.3                  | 12.1           | 8.6  |
| 1985 .....          | 21.1                  | 13.9     | 8.3      | -1.1                         | 9.2                  | 11.9           | 8.9  |
| 1986 .....          | 22.2                  | 14.0     | 8.5      | -0.3                         | 10.6                 | 11.6           | 9.2  |
| 1987 (Avance) ..... | 22.6                  | 13.5     | 8.4      | 0.7                          | 12.3                 | 10.3           | 9.0  |

Fuentes: Años 1980 a 1986: *Contabilidad Nacional de España* (Base 1980) e *Informe Anual 1986* del Banco de España.

Años 1974 a 1979: Datos estimados a partir de *Contabilidad Nacional de España* (Base 1970).

Año 1987: Estimación Fundación FIES en base al cuadro macroeconómico previsto por el Ministerio de Economía y Hacienda.

#### Comentario:

La cuota de ahorro de la economía española registró un acusado deterioro a lo largo de los diez años comprendidos entre 1974 y 1983. El nivel de ahorro se redujo en 8.8 puntos porcentuales del PIB. Es decir, la crisis económica supuso para la economía española la rebaja de su nivel de ahorro a las dos terceras partes del vigente antes de la crisis económica mundial. A tal descenso contribuyó en primer lugar la desaparición del ahorro de las administraciones públicas, que resultó anulado por el crecimiento del gasto corriente, el cual llegó a equilibrarse con los ingresos no financieros a la altura de 1983. El ahorro bruto de las empresas se vio frenado por la caída del excedente de explotación y el de las familias, por el incremento de la propensión al consumo.

A partir de 1984 el ahorro español registra un considerable cambio de tendencia, recuperando, a la altura de 1986, 3.6 puntos porcentuales del PIB, es decir, más del 40 por 100 del retroceso computado entre 1974 y 1983. La mejora en el nivel de ahorro detectada entre 1983 y 1986 se concreta en el ahorro bruto de las empresas, que ganan 4 puntos porcentuales del PIB, pasando de una contribución al ahorro nacional equivalente al 10 por 100 del PIB en 1983 al 14 por 100 en 1986. En 1986 no se había recuperado el nivel de ahorro familiar, que si bien frenó el ritmo decreciente detectado hasta 1984, se sitúa bastante por debajo de los niveles medios anteriores a la crisis económica.

El ahorro de las administraciones públicas, prácticamente inexistente a la altura de 1983, se torna en desahorro equivalente al 1.1 por 100 del PIB en 1984 y 1985.

La previsión para 1987, elaborada sobre la base de una expansión nominal de la formación bruta de capital en torno al 18 por 100 y de un superávit de la balanza por cuenta corriente por 2.000 millones de dólares, situará el ahorro nacional bruto en cuota equivalente al 22.6 por 100 del PIB previsto para 1987, superior a la registrada en 1986. En la medida en que se cumpla la previsión oficial de mejora del ahorro de las administraciones públicas, que se espera positivo en tasa equivalente al 0.7 por 100 del PIB, se acusará algún descenso en las cuotas de ahorro del sector privado.

En definitiva, los rasgos que caracterizan la evolución del ahorro a partir de 1983 son los siguientes:

- Vigorosa expansión del nivel de ahorro, que ha permitido, por un lado, saldar con superávit la balanza de pagos corriente y, por otro, expandir la inversión productiva interna.
- Desahorro por parte de las administraciones públicas, como consecuencia del elevado crecimiento del gasto público, especialmente de los gastos de transferencia.
- Aceleración de la cuota de consumo de capital fijo, debido a la mayor obsolescencia del equipo productivo.
- Expansión del nivel de ahorro empresarial, derivado de los mejores resultados en las cuentas de explotación.