

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

Cuaderno N°11

Febrero 1988



NOVEDADES DEL SISTEMA
FINANCIERO

Cuaderno N°11 Febrero 1988

* CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA es una publicación exclusiva para presidentes y directores de Cajas de Ahorros, y se distribuye con carácter confidencial y reservado.

SUMARIO

- . Presentación.
- . Economía Internacional:
 - Interrogantes en la situación financiera internacional.
 - Dos Informes sobre el crash bursátil norteamericano: el Informe Brady y el Informe de la SEC.
 - El proyecto modificado de Directiva de / la Comunidad Europea sobre fondos propios de entidades de crédito.
- . Economía Nacional:
 - Novedades del Sistema Financiero.
 - El Proyecto de Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.
 - Ofertas Públicas de adquisición de acciones (OPAS).
 - Los españoles y el ahorro: el ahorro y la inversión de las familias españolas.
- . EL ARTICULO DEL MES: . Los mal llamados "desequilibrios"
Herbert STEIN.
- . EL GRAFICO DEL MES.

PRESENTACION

Son muchos los aspectos del actual panorama financiero nacional e internacional que se ofrecen al observador reclamando su atención y reflexión no solo con perspectiva de presente / sino también en su proyección futura.

Este número 11 de Cuadernos de Información Económica pretende ofrecer a sus lectores algunos materiales útiles para construir su propio esquema interpretativo de la realidad, repasando los elementos dominantes en el incierto panorama financiero internacional y algunas de las novedades que presenta el sistema financiero español.

En el terreno internacional los núcleos de información que encontrará el lector en las páginas que siguen, pueden resumirse en los siguientes puntos:

- . Un comentario sobre los interrogantes en la situación financiera internacional, con referencia a varios temas centrales:
 - * La situación bursátil
 - * Las perspectivas de la evolución del dólar
 - * Los avances en la construcción de un mercado común bancario en la Comunidad Europea.

- . Los resultados de los informes elaborados sobre el crash bruscatil de octubre del pasado año en Estados Unidos, que incluye comentarios sobre el Informe Brady y sobre el / elaborado por la SEC.

- . El texto modificado de la propuesta de directiva de la Comunidad Europea sobre recursos propios de las entidades de crédito.

En la perspectiva nacional, este número de Cuadernos ofrece:

- . Una nota sobre las novedades del Sistema Financiero con referencia a tres cuestiones básicas: los problemas de la política monetaria, las reflexiones sobre el sistema financiero contenidas en el Informe anual de la OCDE sobre España, y el tema de la dimensión de las entidades de crédito.
- . Un comentario sobre el Proyecto de Ley sobre disciplina e intervención de entidades de crédito.
- . Una visión general sobre el debatido tema de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS).
- . Un ilustrativo comentario sobre la evolución de la actitud de los españoles ante el ahorro, tal como se detecta a partir de la habitual encuesta realizada por la Fundación FIES.

Las secciones habituales completan este nuevo Cuaderno de Información Económica ofreciendo tres temas a la atención de / nuestros lectores:

- . Una visión más optimista de la que suele ser habitual de los desequilibrios de la economía americana, a través / del artículo del mes que en esta ocasión es el publicado en "The Wall Street Journal" por el antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Nixon y Ford, /

Herbert Stein, bajo el título "Los mal llamados desequilibrios".

- . El gráfico del mes que se ocupa de destacar la importancia de la aportación externa a la demanda nacional mostrando que en el trienio 1985-1987 el 35% del crecimiento de la demanda española se cubrió con mayor aportación externa.
- . La instantánea económica que permite obtener una visión de síntesis de los indicadores económicos básicos de España en comparación con la CEE, la OCDE y un conjunto de / países seleccionados.

... ..

... ..

... ..

ECONOMIA INTERNACIONAL

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

INTERROGANTES EN LA SITUACION FINANCIERA INTERNACIONAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cuatro fundamentales recomendaciones se contienen en el Informe Brady:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A vueltas con la cotización del dólar.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La construcción del mercado común financiero.

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

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

países menos desarrollados de la Comunidad.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INFORME BRADY: TODA LA VERDAD SOBRE EL GRAN CRASH

Después de dos meses, el grupo de trabajo encargado por Reagan de estudiar los sucesos del 19 de octubre en Wall Street, ha presentado un informe que es una verdadera acusación para / las estructuras financieras norteamericanas.

Estas son las partes esenciales del informe presentado al Presidente Ronald Reagan por la Comisión, presidida por el ex-senador Nicholas F. Brady, encargada de estudiar las razones / del crash de Wall Street el 19 de octubre de 1987.

* * * *

Entre el 1 y el 16 de octubre, el índice Dow Jones había caído más de 250 puntos. Las ventas se habían desatado principalmente por dos causas simultáneas: por una parte, los datos extremadamente decepcionantes sobre la situación comercial norteamericana que, en los mercados extranjeros, ejercieron una / presión a la baja sobre el dólar y un empujón al alza sobre los tipos de interés a largo plazo.

Por otra parte, el ajuste de la legislación sobre la imposición antiadquisiciones, que había presionado a los agentes de bolsa a vender las acciones de las sociedades candidatas a las adquisiciones, con el resultado de una caída precipitada / de las cotizaciones y de un efecto vertiginoso generalizado en todo el mercado.

La caída provocó fuertes tendencias a la venta, que fueron suficientes para aplastar el mercado de acciones. Una tendencia concentrada en dos sectores de vendedores reactivos, los gestores de carteras y algunos grupos de fondos comunes, se vió exacerbada a causa de las operaciones de algunos "operadores especulativos" (aggressive trading oriented institution), que han -- vendido en previsión de ulteriores caídas del índice.

Un ejemplo puede servir para ilustrar el alcance de la propensión a la venta de las sociedades de cartera al cierre del / viernes. Entre el miércoles y el viernes, el cliente de una sociedad de cartera había cumplido fielmente las instrucciones de su asesor. Durante el fin de semana, el asesor informó a su cliente de que, basándose en el cierre del viernes y conforme a / los parámetros del modelo de la sociedad gestora, el lunes tendría que vender el 70% de sus acciones.

Naturalmente, este es un ejemplo límite, pero el modelo típico de las sociedades de gestión de cartera prevé, como respuesta a una caída del 10% del mercado, un aumento de ventas de hasta el 20% de una cartera. Diversas fuentes indican que en el / momento de la caída del mercado, las acciones administradas por estas sociedades rondaban entre los 60 y 90 mil millones de dólares.

Las consecuencias verificadas fueron dos. Primero: los gestores de carteras se mostraron muy activos en las ventas entre el miércoles y el viernes. En el mercado a plazo (futures), en el que se concentraron sus actividades esa semana, vendieron / el equivalente en acciones a aproximadamente 530 millones de / dólares, 965 millones el jueves y 2.100 el viernes.

Segundo: los mismos gestores comenzaron el lunes con un volumen de ventas ya negociadas. Con un mercado a la baja del 10%, de acuerdo con sus esquemas operativos, habrían tenido que realizar ventas por valor de 12.000 millones de dólares como mínimo (el 20% de 60.000 millones).

Pero, de hecho, se realizaron ventas por menos de 4.000 millones de dólares. Un pequeño número de sociedades de gestión de fondos de inversión tuvo que luchar también contra estas / fuertes tendencias. Estas sociedades había preparado una estrategia que permitía a sus clientes rescatar con facilidad sus / cuotas de participación en los fondos. Ya sólo durante el viernes,

el rescate de estos fondos por parte de los clientes excedió a la venta en 750 millones de dólares. Estos clientes tenían derecho a un reembolso basado en las cotizaciones del mercado al cierre del viernes y así, durante el fin de semana, estos fondos tuvieron que hacer frente a numerosas solicitudes de / rescate.

Se acumulan las tensiones. La actividad de un exiguo y / aguerrido grupo de entidades especializadas en intercambios / especulativos, además de contribuir a la caída, provocó el inicio de las posteriores tendencias a la venta del lunes. Estos agentes pudieron intuir correctamente las orientaciones estratégicas de los gestores de cartera y fondos comunes. Pudieron predecir las ventas que los operadores estaban obligados a realizar como reacción a la caída del mercado.

Además, sabían que estas entidades estaban atrasadas en sus programas operativos de ventas. La situación les daba la oportunidad de vender anticipadamente con respecto a las ventas forzadas de los gestores de cartera y fondos de inversión, con la perspectiva de volver a comprar a precios inferiores.

Estos especuladores actuaron en ese período en ambos lados del mercado e incluso, a veces, el mismo día. El jueves, / siete de estas entidades de cambio realizaron ventas por un total apenas superior a 800 millones de dólares en acciones, es decir, el 9% del volumen de la Bolsa de Nueva York.

Sus actividades en aquellos días fueron el preludio de la oleada de ventas del lunes. El arbitraje sobre índice fue muy activo en el período de esos tres días, transfiriendo las tendencias de venta del mercado a plazo (futures) al mercado de / acciones. Pero fue la rapidez de las actividades de arbitraje, más que el nivel agregado diario, la que tuvo un impacto específico en el mercado de acciones.

La consistente actividad de arbitraje sobre índice ha coincidido muy a menudo con los importantes cambios en las sesiones del mercado de acciones.

Signos de inestabilidad. Al aproximarse la sesión del lunes, aleteaban en el mercado numerosos signos de inestabilidad. Durante el fin de semana, numerosos artículos de prensa analizaron, con abundancia de detalles, las frágiles condiciones de los mercados de capitales norteamericanos e internacionales. En su edición del 17 de octubre, el influyente semanario Barron's señaló que el Dow Jones Industrial Average (DJIA) no había tenido una semana peor desde el 18 de mayo de 1940 / cuando, a causa del desmoronamiento del ejército francés ante el avance nazi, el índice bajó un 15%.

Otro artículo importante, aparecido en la edición dominical del New York Times, en el que se mencionaba al secretario del Tesoro James A. Baker, quien exhortaba al Banco Central de Alemania Federal a suavizar las condiciones del crédito y a estimular la economía alemana, parecía querer amonestar al Bundesbank, señalando que en el caso de que Alemania no practicara una rápida distensión monetaria, los Estados Unidos estarían menos dispuestos a sostener el dólar en los mercados extranjeros.

Como reacción a los informes de la prensa, los inversores japoneses y europeos comenzaron a vender dólares en las primeras negociaciones del lunes. Además, durante el fin de semana se hizo cada vez más evidente que los gestores de carteras habían realizado ventas de contratos a plazo inferiores a lo previsto en sus esquemas operativos. En consecuencia, se acumuló el potencial necesario para dar un fuerte impulso a las ventas en la mañana del lunes.

De un día para otro, el índice Nikkei caía a 25.746, con una pérdida de 620 puntos, y se verificaban también otras tan-

tas caídas en Hong-Kong y Sydney. Hacia el mediodía, en Londres los títulos de acciones habían descendido un 10%, con el índice Financiam Times a 2.077 y una pérdida de 224 puntos.

Los horarios de negociaciones de las Bolsas de Londres y Nueva York coinciden habitualmente durante dos horas cada jornada. Una explicación de la fuerte caída de Londres fue que ese mercado estuvo cerrado el viernes, y sólo en aquel momento los inversores hubieran tenido la oportunidad de reaccionar a la caída del mercado de Nueva York del jueves y el viernes.

Así, las cotizaciones de las acciones y de las obligaciones norteamericanas negociadas en Londres bajaron rápidamente en las primeras horas de la mañana del lunes, hora de Nueva York. Algunos gestores de carteras trataron de atenuar las expectativas de venta en Nueva York, descargando títulos norteamericanos en el mercado de Londres.

En particular, una sociedad de fondos de inversión vendió en Londres 95 millones de dólares de su cartera de acciones antes de la apertura de la Bolsa de Nueva York.

A las 8:05, hora de Nueva York, algunas fuentes comunicaron que tropas de los Estados Unidos habían bombardeado plataformas petrolíferas en el golfo Pérsico, como respuesta a un ataque iraní contra un petrolero de Kuwait de bandera norteamericana. Era de esperar una huida por parte de los inversores hacia las obligaciones en dólares, pero el temor de la ruptura de los acuerdos del Louvre fue más fuerte y, por consiguiente, se verificó una importante debilitación del dólar a la apertura de las contrataciones en la Bolsa de Nueva York.

El mercado de títulos del Tesoro se abrió con mayor rendimiento: el de los bonos a 30 años subió al 10,50% y las órdenes de venta de las acciones inundaron la Bolsa de Nueva York.

Grandes desequilibrios. A las 9 horas, en la Bolsa de Nueva York la avalancha de órdenes de venta ya había provocado grandes desequilibrios. Antes de las 9:30, había 500 millones de dólares, equivalente a 14 millones de acciones, en espera de ser vendidos por el sistema computerizado Director Order Turnaround (Dot), que entre las 9:30 y las 10 recibía otras órdenes de venta por valor de 475 millones de dólares.

Esto representaba aproximadamente el 25% del volumen récord de 51 millones de acciones en los 30 primeros minutos de contratación. En el curso de la hora siguiente, se introdujeron en el Dot nuevas órdenes de venta por valor de 1.100 millones de dólares en acciones. Estas fuertes presiones de venta se iban acumulando, mientras se excluían de las contrataciones muchas acciones a causa del desequilibrio de las órdenes.

En Chicago, el índice Major Market abría a 430 con 11 puntos, 2,5% menos que al cierre, ya débil, del viernes anterior. En el Chicago Mercantile Exchange, los gestores de carteras que se habían quedado retrasados en sus programas de venta del viernes reaccionaron con rapidez, vendiendo 3.000 contratos en la primera media hora. Esto suponía el 18% del volumen total de los intercambios en aquel período de tiempo.

A las 9:45, el DJIA había descendido 21 puntos. Como la mayor parte de las acciones del índice no habían abierto a tiempo, la media se basaba, en parte, en las cotizaciones al cierre del viernes. La tendencia a la venta por parte de los inversores de fondos comunes y de los arbitrajes sobre índice fue intensa. Una sociedad gestora de fondos comunes vendió 500 millones de dólares en la primera media hora, lo cual representaba el 25% del volumen.

Al menos 6,2 millones de acciones, equivalentes al 12% del volumen total, se vendieron por los operadores de arbitrajes sobre índice en la primera media hora. En ese momento del lunes,

el margen entre el contrato y el índice oscilaba entre 10 y / 17 puntos. Ese día, un premio de un punto hubiera representado un valor justo. La medida del descuento o premio se había convertido en uno de los signos que indicaban la dirección del / mercado de acciones más seguida también por los inversores que no utilizaban los cambios de futures como instrumento de contratación. El beneficio potencial del arbitraje que se puede / conseguir vendiendo el índice y comprando simultáneamente el / contrato, alcanzaba una regresión anual del 47%, dados los niveles de cotización.

Falso índice. Pradójicamente, el amplio margen de la mañana del lunes era totalmente falso. Dado que muchas acciones del índice no se habían cotizado todavía, el índice se calculaba según las cotizaciones del cierre del viernes. Los agentes que operaban con arbitrajes sobre el índice (index arbitrage), aunque conocían el hecho de que muchas acciones no se habían / negociado todavía, creyeron que existían un amplio margen.

Este convencimiento llevó a estos operadores a pensar que el mercado se dirigía hacia niveles muy inferiores y, en lugar de vender contratos sobre índice y, a la vez, comprar las acciones, muchos de ellos vendieron simplemente el índice y esperaron a comprar, creyendo poder adquirir más tarde las acciones a un precio inferior. Además de aconsejar a los operadores sobre index arbitrage de abstenerse de comprar futures, el margen real sugería también a los compradores de títulos no operar en el que parecía ser un mercado débil y con cotizaciones relativamente altas.

A las 10.30, el Dow Jones había bajado 104 puntos. Treinta minutos después, había bajado otros 104 puntos, cotizándose a 2.080. El volumen de intercambios, a las 11 de la mañana, había alcanzado los 154 millones de acciones, un nivel récord. A las 10:33, un gestor de carteras que tenía la posibilidad de vender para sus clientes tanto acciones como futures, vendió el prime-

ro de 13 paquetes de acciones de 100 millones de dólares que vendió ese mismo día.

Esa entidad vendió acciones en lugar de futures, ya que / la medida del margen en el mercado a plazo hacía parecer la / venta de acciones más provechosa. Esta alternativa de vender / acciones no era posible para la mayoría de los otros grandes / gestores de carteras, ya que éstos no tenían autoridad para / vender las acciones de sus clientes. Por ello, continuaron ven- / diendo futures durante toda la mañana y primera hora de la tar- / de, con enormes descuentos sobre los precios del mercado de ac- / ciones.

Hacia las 11 de la mañana, la mayoría de las acciones ha- / bían abierto decididamente a la baja en la Bolsa de Nueva York / y los corredores de bolsa sobre el índice, que todavía no ha- / bían concluido los acuerdos comprando futures, se dieron cuen- / ta de repente de que el margen entre el contrato y el índice / era prácticamente nulo.

Cogidos por sorpresa, se precipitaron a aceptar la contra- / tación, que subió de 254 a las 10:50, hasta 265,5 a las 11:40. / En estos 50 minutos, las ventas por parte de las entidades de / gestión de carteras cayeron temporalmente y las breves cobertu- / ras de un importante inversor extranjero, que había adquirido / 218 millones de dólares en futures, provocaron la negociación / del contrato con premio sobre el índice, por primera vez en la / sesión. Entre las 11 y las 11.40 los corredores de bolsa com- / praron 110 millones de dólares en acciones, mientras vendían / futures.

Los inversores no especulativos, considerando que el mer- / cado había alcanzado un nivel adecuado, comenzaron también a / comprar acciones.

Drástico giro. A pesar de todo, el mercado comenzó a acusar un dramático vuelco a las 11.40, con una contratación que descendía de 265,5 a 251,5 a las 12.40, mientras que el Dow Jones bajaba de 2.140 a las 11.46 hasta 2.053 a las 12:55. 36 millones de acciones se negociaban por el sistema de intercambio mecanizado Dot.

La caída de las cotizaciones de debía a la falta de compradores significativos y a la reanudación de las ventas en masa / por parte de las sociedades de gestión de cartera. Entre las / 11:30 y las 13.30, estas sociedades vendieron más de 10.000 acciones a plazo, el equivalente a 1.300 millones de dólares. Estas acciones suponían el 28% del volumen total de futures, objeto de la contratación, y el 41% del volumen público.

Los operadores de index arbitrage vendieron en ese período acciones por valor de 350 millones de dólares, mientras que la venta de carteras de acciones completas totalizaba 560 millones de dólares, de los cuales 400 millones de una sola sociedad de gestión. A las 13:09, la agencia de prensa Dow Jones informaba que el presidente de la Comisión de Control de Bolsa afirmaba no haber discutido con el presidente Ronald Reagan sobre / una suspensión de las contrataciones en la Bolsa de Nueva York, aunque, dijo, "todo es posible".

Entre las 13:15 y las 14:05, la cotización de la contratación caía de 255 a 227, el índice de 258 a 246 y el Dow Jones / de 2.081 a 1.969, sobrepasando el valor 2.000 por primera vez / desde el 7 de enero de 1987. A las 13:25, la agencia Dow Jones mencionaba a la Comisión de Control de la Bolsa de Nueva York que afirmaba no haber discutido sobre un cierre de las contrataciones de títulos. De cualquier forma, la incertidumbre creada por la imposibilidad de vender pudo haber exacerbado ulteriormente las dramáticas tendencias a la venta. De hecho, entre las 13:30 y las 14 horas una sociedad de cartera realizó 1.762 ventas por un valor de 200 millones de dólares, lo que representa-

ba el 20% del volumen total durante aquellos 30 minutos.

Entre las 13 y las 13:30, los corredores de bolsa vendieron 216 millones de dólares, y la venta de valores de cartera totalizó 305 millones de dólares en acciones. Todas estas operaciones de venta constituían el 30% del volumen total de las acciones intercambiadas en ese período.

Breve recuperación. A las 14.05 se produjo una breve recuperación al alza, la última de la sesión, en el mercado de futures. La contratación saltaba de 227 a 239 a las 14:35 el interés de la compra estaba centrado en el mercado de futures y el índice aumentó sólo 4 puntos. El Dow Jones subió 50 puntos, alcanzando el valor 2.000.

Hacia las 14 horas de esa tarde, los corredores de bolsa de sistema manual redujeron sustancialmente su actividad, ya que no se les aseguraba la ejecución inmediata de sus órdenes. Esto dejaba fuera de juego a importantes compradores del mercado de futures, y la perseverancia de las ventas de los gestores de cartera había provocado una fuerte diferencia entre el contrato y el índice, con el consiguiente aumento del margen, que ya era enorme.

Mientras los mercados de acciones y de futures estaban al borde del colapso, comenzó la huída hacia la salvación en el mercado de títulos de renta fija. En las 24 horas siguientes, la renta de los bonos del Tesoro a 90 días descendía del 6,75% a poco más del 5% y los bonos a 30 años subían de 85 a 96,5, mientras que la atención de los operadores del mercado pasaba bruscamente del miedo a la inflación y a la crisis monetaria, a una preocupación por la deflación, la recesión y la caída potencial del mercado.

La caída del mercado de acciones quedó paralizada por el cierre a las 16:00 horas. El índice había caído 508 puntos, un 23%, con un volumen de intercambio de 604 millones de acciones.

Ese día, el contrato se había precipitado de 285,25 el viernes a 201,50 al momento del cierre, una caída del 29% sobre un volumen de 162.000 contratos. El volumen de las contrataciones en el mercado bursátil de Nueva York había trastornado los sistemas mecanizados de elaboración de datos y comunicación en Bolsa.

La ejecución de las operaciones se informaba con más de / una hora de retraso, lo que creaba confusión entre los agentes. Un grave problema fue el mal funcionamiento del sistema automático de gestión de órdenes, el Dot, a causa de la falta de capacidad para manejar el volumen de las órdenes. A través del / Dot, pasaron órdenes por 396 millones de acciones, pero no se ejecutaron por 112 millones de acciones y, de éstas, 92 millones eran órdenes a plazo.

Por la improcedencia de la información, los inversores no sabían si se habían ejecutado sus órdenes a plazo y, por lo / tanto, no podían establecer nuevos límites. De los 284 millones de acciones cuyas órdenes fueron ejecutadas por el Dot, 33 millones eran de compras y 148 de ventas. Las órdenes a plazo que se habían negociado incluían 69 millones de acciones en compra y 24 en venta. De los 396 millones de acciones negociadas por el Dot, 89 millones estaban relacionadas con operaciones sobre programa y sobre arbitraje, representando un 15% del volumen / total de la Bolsa en esa sesión.

Al cierre de las contrataciones, las entidades especializadas en la Bolsa de Nueva York tenían depósitos por valor de / aproximadamente 1.300 millones de dólares, frente a los 900 millones de dólares del viernes 16 de octubre. Estos importantes depósitos fueron un factor determinante para poner orden en el mercado al día siguiente.

Los mercados de las option fueron incapaces de mantener el paso por los rápidos cambios de precio en los mercados de

acciones que tuvieron lugar el 19 de octubre; mientras que el volumen de los valores mobiliarios y el de los contratos a plazo (futures) había subido drásticamente desde el viernes, el volumen de los cambios en bolsa de las option estaba en un 35% del nivel anterior. Las option habían estado paralizadas durante casi todo el día a causa de las prolongadas y lentas negociaciones.

Como consecuencia de ello, los operadores que tradicionalmente invertían en el mercado de option se volvieron hacia los mercados de futures y de valores mobiliarios para reducir la exposición de las acciones y cubrir las posiciones. En el sector de las option, muchos contratos a corto plazo, que dan el derecho a vender un título en una fecha futura, exigen la venta de ese título cuando el mercado está a la baja.

Dada la imposibilidad de cerrar las operaciones en option, es probable que se haya producido un volumen de transacciones más elevado que en los futures y en los mercados de las equity que en el que hubiera podido producirse si el mercado de las option hubiese operado con normalidad. En muchos mercados de option, los pequeños inversores representan un componente predominante. Cuando un agente ordena a los inversores aumentar el depósito exigido en garantía por la compra de acciones, los pequeños inversores que se encuentran en apertura sobre las option, son los primeros en recibir la orden. Si no pueden aumentar el depósito, sus posiciones se liquidan.

De comentarios hechos por numerosos operadores, se hizo evidente que las liquidaciones forzosas contribuyeron a la enorme presión a la baja en el mercado durante toda la sesión (...).

El 19 de octubre, los principales vendedores del mercado de futures eran portfolio insurance provider, entidades financieras que utilizan técnicas computerizadas para proteger au-

tomáticamente los títulos de sus clientes de las oscilaciones de las cotizaciones. Las ventas totales de las actividades de estas entidades de cartera fueron equivalentes a unos 33.000 contratos, lo que representa el 21% del volumen total de las transacciones, y el 43% del volumen de las transacciones realizadas por el público.

Significativamente, aunque estas entidades representaban el grupo más grande de vendedores, cubrieron la exposición de sus acciones menos de lo que requerían sus programas computarizados. Además, las entidades que utilizan la técnica de asegurar la cartera, y que reaccionan con un retraso de un día, vendieron el lunes el volumen suficiente para cubrir adecuadamente la fluctuación del mercado del viernes.

La caída del 23% que sufrió el mercado el lunes implicaba que los portfolio insurers, si hubiesen seguido sus esquemas, hubieran tenido que vender inevitablemente mucho más el martes. Además de los 4.000 millones de dólares vendidos por los portfolio insurers en contratos a plazo, la mayor parte de los -- 2.200 millones de dólares de los programas de venta de valores mobiliarios parece haber estado relacionada con los mecanismos de los portfolio insurers. Uno solo de éstos vendió 1.300 millones de dólares en acciones. Las compras en el mercado de futures estaban estrechamente relacionadas con las actividades / de arbitraje sobre índices de las acciones y con las de cobertura a corto plazo.

Los sucesos del martes. La caída del lunes en los mercados de acciones norteamericanos tuvo una fuerte repercusión en todos los mercados internacionales. El índice Nikkei bajó 3.336 puntos, situándose en 21.910, una caída del 13,2%. Dado que en la Bolsa de Tokyo existe un límite del 15% para las posibles / oscilaciones diarias de los precios, hubo un volumen de intercambios relativamente suave, a medida que todas las acciones / del mercado (excepto tres) alcanzaban ese límite y el intercam

bio se paralizaba en el transcurso de la sesión.

A mediodía, en Londres, el Financial Stock Exchange Index descendió 296 puntos, situándose en 1.755, una baja del 14%. / En Hong-Kong, la Bolsa se cerró durante el resto de la semana, y también la Bolsa de contratos a plazo, la Hong Kong Futures Exchange, corría seriamente ese mismo riesgo. Ciertas declaraciones oficiales de la Banca del Japón a primera hora del martes garantizaban que Japón seguiría manteniendo su apoyo a los acuerdos del Louvre, llevando cierta calma a los mercados.

A las 8:41 de aquella mañana, el presidente de la Fed, / Alan Greenspan, hacía una breve declaración: "La Federal Reserve, coherente con sus propias responsabilidades hacia el país, como Banco central, ha reafirmado hoy su disponibilidad para / garantizar la liquidez necesaria para el sostén del sistema económico y financiero!"

Esta declaración provocó una subida en el mercado de las obligaciones, ya que se interpretó como síntoma de que la Federal Reserve había reconocido la existencia de una situación excesivamente restringida del crédito. La huída hacia el mercado de las obligaciones demostró, por lo tanto, que los inversores se sentían atraídos por formas de inversión más seguras.

A las 9:30, la Bolsa de Nueva York anunció haber solicitado a sus participantes que no utilizaran el sistema Dot para / realizar el program trading (programas computerizados de compra-venta de acciones). Esto habría permitido eliminar las actividades de arbitraje sobre los índices de acciones, rompiendo la relación de intercambio entre contratos a plazo e índices de acciones. De cualquier forma, hubo una gran confusión entre los agentes, quienes se preguntaban si era o no era posible hacer arbitraje "manual" o si se podrían pasar transacciones computerizadas sobre acciones individuales a través del sistema Dot.

En Nueva York, desde el comienzo de las transacciones en la Bolsa de valores, fue evidente el giro de la situación con respecto al lunes, desde el momento en que muchas acciones no abrían a causa del desequilibrio en las órdenes de compra. A pesar de que numerosas sociedades habían anunciado programas de recompra de sus propias acciones tanto el lunes como el martes por la mañana, los desequilibrios en las órdenes de apertura no podían haber sido provocados por la actividad de sostén de las propias acciones, puesto que una intervención de este tipo está prohibida al comienzo de cada sesión.

En consecuencia, la mayor parte de las órdenes de compra a la apertura del mercado eran "órdenes de mercado" y esto possibilitaba a los agentes specialist de la Bolsa de Nueva York cotizar las acciones con valores significativamente más altos que los del cierre del lunes.

Desde las 9:30 a las 10:27, el índice Dow Jones subía de 1.739 a 1.936, a medida que los specialist cotizaban sus propias acciones con valores cada vez más altos, y en muchos casos, también con volúmenes elevados. (...).

Apenas el volumen de compras fue absorbido y los mercados de futures comenzaban a caer, el mercado cambiaba su marcha y bajaba de 1.936 a las 10:27 hasta 1.711 a las 12:29. La presión sobre las ventas implicaba a todo el mercado y estaba provocada por el temor a que recomenzasen las actividades de arbitraje / sobre índices de acciones, de los portfolio insurers y de recuperación de los fondos comunes de inversión.

Paralización en Chicago. El Chicago Board of Options Exchange y el Chicago Mercantile Exchange suspendieron las contrataciones de option y futures a las 11:45 y 12:15 respectivamente, tomando nota de que las contrataciones de muchas acciones / se habían suspendido a causa de un exceso de órdenes de venta y que era demasiado difícil obtener información sobre los pre-

cios de las acciones del New York Stock Exchange.

Al momento del cierre del Chicago Mercantile Exchange, la diferencia entre la cotización de los contratos a plazo y el / índice de la Bolsa era superior a 46 puntos, la más alta jamás registrada. Con el cierre del Chicago Mercantile Exchange, el último eslabón en la relación entre el mercado de acciones y / el de contratos a plazos se había roto. Algunas entidades de / specialist aprovecharon la ocasión para cotizar las acciones / en apertura a niveles más altos. También los inversores que / compraban para limitar los riesgos, y que antes desafiaban la aparente diferencia entre cotizaciones de futures y el índice de acciones, comenzaron a comprar. Esas compras no podían continuar a un ritmo sostenido y la subida de la Bolsa se agotó en breve.

Durante los 49 minutos en los que el mercado de contratos a plazo había permanecido cerrado, el índice Dow Jones subió / de 1.711 a 1.835 puntos. La cotización de futures estaba, a / las 13:04, en 213, en alza respecto al valor de 183 en que se encontraba al momento del cierre temporal a las 12.15. A ese nivel, la cotización de futures se encontraba 17 puntos por de / bajo con respecto al índice del mercado de acciones. Aunque no tuvo lugar ninguna operación de arbitraje, la renovada sensa-- ción de que la diferencia estaba destinada a agrandarse, era suficiente para descorazonar a los compradores en potencia. /

Los intercambios iniciales de los contratos a plazo se / habían caracterizado por compras especulativas y por un con-- tenido volumen de ventas por parte de los portfolio insurers. El volumen de la contratación, en la primera media hora des-- pués de la reapertura, había sido relativamente alto: 7.500 contratos por un valor de 800 millones de dólares. Otra fuer-- za que condicionó el mercado en ese momento fue el aumento / del número de empresas norteamericanas que habían anunciado / su deseo de volver a comprar sus acciones en el mercado.

A la caza de oportunidades. De hecho, el lunes y el martes, las empresas habían anunciado programas de recuperación / de las acciones propias por un valor aproximado a 6.200 millones de dólares. Esto, junto con la reducción de la diferencia entre el precio de los futures y el índice de las acciones, pudo haber inducido a muchos proveedores del mercado a creer que los rescates podrían garantizar un tope a la baja de los precios.

Los cazadores de oportunidades se precipitaron a comprar y los vendedores pudieron finalmente descargar importantes paquetes de acciones directamente a las empresas. Apenas los valores de las acciones comenzaron a subir, hubo una avalancha para cubrir posiciones a corto plazo y el índice Dow Jones comenzó a subir hacia el término de la jornada; sin embargo, en ese momento, las ventas al contado, nuevas incertidumbres sobre el desarrollo del mercado de fondos federales y las ventas de los portfolio insurers provocaron nuevamente un rápido descenso.

El índice Dow Jones, que se había parado en 1.712 a las 12:30, había subido hasta 1.919 a las 15:33 para volver a bajar, cerrando a 1.841. La ausencia de una clara relación entre las acciones, los contratos a plazo y aquellos con premio, había / inducido a muchos inversores, que habían comprado con fines especulativos, a salir del mercado. Muchos de esos inversores, que hubieran podido adquirir, retrasaron la compra en espera de / que se delinease un cuadro más claro. Un elemento que estuvo siempre presente desde el jueves al martes fue la concentración de la actividad de compra-venta en manos de un restringido número de inversores.

Esta concentración había alcanzado su apogeo el lunes, - cuando los diez compradores y vendedores más importantes, a / pesar del volúmen récord de las contrataciones, desarrollaron en Bolsa el 9% de las ventas y el 15% de las compras, respectivamente.

En el mercado de contratos a plazo, los 10 principales compradores y vendedores que operaban con fines especulativos determinaron el 25-26% del volumen total de las contrataciones. En ambos sectores del mercado, estas diez grandes entidades / efectuaron exclusivamente ventas el viernes y el lunes y compras sólo el martes. En el transcurso de la sesión del martes, los 10 principales compradores adquirieron 2.100 millones de / acciones y los 10 más importantes vendedores se desprendieron de acciones por valor de 1.600 millones de dólares.

El informe Brady en la prensa internacional

"Le Monde" publica un resumen del informe sobre la reforma de los mercados financieros de Estados Unidos, informe que el presidente Reagan encargó a Nicholas Brady -antiguo senador republicano y ahora a la cabeza de la agencia de cambio Dillon, Read & Co.- el día siguiente del "crash" de Octubre.

El informe subraya que la aparición de un único y gigantesco mercado mundial movido por ordenadores y por las comunicaciones por satélite constituye la auténtica novedad de este fin de siglo y la razón que justifica una reforma.

En definitiva, la comisión Brady recomienda cuatro cambios:

1. La coordinación y el control de los elementos esenciales del mercado debería encargarse a una sola instancia, en especial por lo que se refiere a aquellos mecanismos que pueden actuar sobre distintas plazas al mismo tiempo. La unificación de los sistemas de liquidación de las transacciones parece esencial, al objeto de reducir los riesgos financieros.

2. Las variaciones de las cotizaciones deberían ser objeto de coordinación entre las distintas plazas, a fin de disminuir la posible especulación. Esto no significa que Nueva York debería establecer las mismas cotizaciones que Chicago en todo momento; pero la unificación electrónica de los mercados requiere una armonización de los márgenes.

3. Los mecanismos destinados a hacer frente a las caídas y a obstaculizar los movimientos negativos en el

momento en que éstos se inicien ("circuit breaking mechanisms") deberían ser definidos por adelantado y aplicados en todas partes al mismo tiempo, pues las diferencias que existen entre las "situaciones de alarma" de Nueva York y de Chicago no son válidas en un mercado unificado.

4. La labor de supervisar el conjunto de los flujos financieros (banca y bolsa) debería ser confiada a la Reserva Federal, pues ésta dispone de los medios adecuados para interpretar las situaciones y para actuar en el momento oportuno.

Las primeras reacciones ante el informe han sido más bien negativas, señala "Le Monde". El mundo de los negocios, que se había quejado de desamparo oficial en el momento de la crisis, rechaza ahora cualquier posibilidad de que se incremente el intervencionismo de la Administración. Por su parte, los medios universitarios lamentan la superficialidad de un estudio realizado en dos meses escasos. Por todo ello no debe sorprender que el Congreso haya insinuado ya que se va a tomar este asunto con mucha calma y que en el mejor de los casos habrán de pasar varios años antes de que todo ello se traduzca en cambios concretos.

* * * * *

El "Herald" analiza asimismo con cierta atención el informe Brady. "Uno de los puntos más sugestivos y más susceptibles de polémica es la afirmación según la cual la caída de la bolsa no fué debida a una situación de pánico colectivo protagonizada por miles de inversores que hubieran actuado irracionalmente en un momento dado, sino que fué principalmente obra de los fondos de pensiones, bancos y fundaciones. La experiencia de Octubre muestra cómo un número reducido de

participantes, profesionales suficientemente agresivos, puede producir una alteración dramática de los precios". A este respecto señala el informe que, el 19 de Octubre, cinco instituciones vendieron el equivalente de 4,8 m.m. de dólares en acciones y en contratos de futuros, al tiempo que un solo grupo de fondos mutuos vendía acciones por cerca de 900 millones de dólares más.

El informe subraya todo esto como prueba de que la creciente concentración de poder en manos de estos grandes inversores significa la superación del viejo marco por el que se regulaba el mercado de valores, concebido para los días en que la fuerza dominante eran los inversores particulares. Esta es la razón de las recomendaciones de la comisión en el sentido de que dicho marco sea actualizado.

Tales instituciones no operan como los inversores individuales. A través de la utilización de ordenadores y de complejas estrategias, tienen la posibilidad de contemplar simultáneamente la situación de los distintos mercados y de operar en todos ellos al mismo tiempo. Por consiguiente, no existen ya mercados separados. Estamos en presencia de un mercado financiero gigantesco que ningún individuo puede abarcar.

Por lo demás, el "Herald" entiende también que la reacción ante el informe hace pensar que no pueden esperarse de él medidas concretas. "Las propuestas específicas pueden considerarse o bien políticamente irrealistas o bien opuestas a diferentes proyectos legislativos que en el presente están siendo tramitados por el Congreso". Además, "la sugestión de que el Consejo de la Reserva Federal se convirtiera en el principal regulador de los mercados financieros ha encontrado una oposición generalizada tanto en Washington como en los mercados de Nueva York y de Chicago. Los críticos alegan que

esto -así como la propuesta de limitar las posibles oscilaciones de las cotizaciones- supondría una intromisión excesiva en los mercados".

* * * * *

Los europeos aparecen divididos a la hora de juzgar el informe Brady, dice "The Wall Street Journal". Los analistas y agentes del continente aprueban, en general, las sugerencias del informe en el sentido de establecer márgenes uniformes y "circuit breakers" que limiten los movimientos de las cotizaciones. En la City (de Londres), en cambio, los profesionales mostraban su preocupación ante la posibilidad de que el péndulo, en Estados Unidos, oscile hacia una regulación estricta del mercado.

"Con la limitación del movimiento de los precios por lo menos se da a la gente veinticuatro horas de reflexión". Tanto la bolsa de Madrid como algunas otras cuentan ya con esa limitación de las variaciones de los precios. Hasta hace poco era del 5%, habiendo pasado recientemente al 20% para cada valor. Otras bolsas europeas todavía disponen de un "fixing" diario que también limita las oscilaciones.

En Londres, por el contrario, la sorpresa fué grande ante la posibilidad de que se impongan tales limitaciones, "que supondrían el cierre del mercado". "Es una ironía que después de haber criticado tanto a la bolsa de Hong-Kong por haber interrumpido sus operaciones con ocasión del "crash" ahora institucionalizáramos el cierre del mercado en un momento de crisis".

Sea como fuere, lo que parece claro es que el informe Brady y las subsiguientes investigaciones retrasarán

el desarrollo de los llamados mercados derivados ("derivative markets") para futuros y opciones, y eso tanto en Estados Unidos como en otros países. "Será más difícil en adelante introducir nuevos instrumentos financieros", ha manifestado un banquero alemán, quien ha concretado que en su país la opinión es ya menos favorable que antes del "crash" por lo que se refiere a la posible creación de un mercado de opciones.

Wall Street: el Informe SEC.

("The Wall St. Journal" - "Herald Tribune")

El informe de la Securities and Exchange Commission (SEC) sobre la caída de la bolsa en Octubre llega en general a las mismas conclusiones que el elaborado por la comisión presidencial encabezada por N.F. Brady, publicado hace un mes, pero se observan entre ambos algunas diferencias que la prensa subraya.

En especial, el voluminoso (900 págs.) informe de la SEC, que acaba de hacerse público, rechaza la limitación de las oscilaciones de los precios de las acciones cotizadas en las bolsas norteamericanas. En cambio, acepta la posibilidad de que se interrumpan brevemente las contrataciones en ciertas sesiones, cuando las circunstancias lo aconsejen. Por otra parte, el informe no hace alusión alguna a la conveniencia de que algún organismo o entidad supervise el control de los mercados financieros por encima de los marcos ya establecidos.

Como se recordará, el informe Brady recomendaba la posible introducción de limitaciones en las oscilaciones de los precios de las acciones, en una determinada sesión y, además, sugería que se encomendara a la Reserva Federal la supervisión de la labor del SEC, fundamentalmente.

A propósito de este último punto, Alan Greenspan, presidente del Consejo de la Reserva Federal, ha manifestado su oposición a que el "Fed" se convierta en el órgano superregulador de las actividades de la Securities and Exchange Commission (así como tampoco de la Commodity Futures Trading Commission). A juicio de Greenspan, la bolsa cayó,

simplemente, porque se alcanzaron unos precios excesivos, dadas las circunstancias del mercado.

Nicholas Brady, por su parte, en declaraciones ante el Comité del Congreso que se ocupa de este tema (el Senate Banking Committee), insistió en lo expuesto en el informe que lleva su nombre, advirtiéndole que puede repetirse lo sucedido en Octubre si sus recomendaciones no se convierten en normas legales. "Esto puede ocurrir dentro de 18 meses o de dos años, cuando se hayan olvidado las lecciones del 19 de Octubre".

PROPUESTA MODIFICADA DE DIRECTIVA DEL CONSEJO
RELATIVA A LOS FONDOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES DE CREDITO

EL CONSEJO DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Económica - Europea y, en particular, la Tercera Frase del apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión,

Visto el dictamen del Parlamento Europeo,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social,

Considerando que las normas comunes sobre los fondos propios de las entidades de crédito son un instrumento importante para construir un mercado interior en el sector bancario - dado que sirven para asegurar la continuidad de las instituciones de crédito, para proteger el ahorro, incrementar la supervisión bancaria y fomentar la futura coordinación en el sector bancario;

Considerando que las normas comunes se aplicarán en principio a todas las entidades de crédito autorizadas en la Comunidad;

Considerando que en algunos Estados miembros existen disposiciones que establecen normas particulares para los fondos propios de las entidades especializadas que efectúan operaciones de crédito hipotecario; que, dado que tales disposiciones son por lo general más estrictas que las que se aplican a las entidades de crédito no especializadas, las susodichas normas comunes pueden adaptarse de forma que respondan a sus necesidades particulares; que tales disposiciones deberán ser objeto de revisión cuando se adopten medidas comunitarias que permitan a las entidades de crédito hipotecario - operar en el extranjero;

Considerando que los fondos propios de las entidades de crédito pueden servir para cubrir pérdidas no cubiertas por beneficios suficientes y desempeñan, por tanto, un papel primordial, asegurando la continuidad del establecimiento; que

además, los fondos propios constituyen, para las autoridades competentes, un importante criterio a la hora de evaluar, por ejemplo, la solvencia de las entidades de crédito y para otros fines de supervisión;

Considerando que, dado que en un mercado común bancario las entidades de crédito se encuentran en una situación de competencia directa entre sí, las definiciones y las normas aplicables a los fondos propios deben ser equivalentes; que, por ello, los criterios empleados para determinar la composición de los fondos propios no deben quedar únicamente a merced de la apreciación de las autoridades nacionales; que la adopción de criterios comunes serviría mejor al interés de la Comunidad y que evitaría distorsiones de la competencia - al tiempo que fortalecería el sistema bancario de la Comunidad;

Considerando que la definición que establece la presente Directiva contiene un máximo de elementos y cantidades limitativas; que la utilización de tales elementos o la fijación de límites inferiores a dichas cantidades queda en manos de los Estados miembros;

Considerando que la Directiva precisa las condiciones -- que deben reunir ciertos elementos de los fondos propios dejando a los Estados miembros la libertad de aplicar disposiciones más estrictas;

Considerando que, en función de la calidad de los fondos propios, la presente Directiva establece una distinción entre los elementos internos y que pueden ser utilizados para cubrir las pérdidas que puede sufrir una entidad de crédito en actividad y, por otra parte, los elementos externos y que se ponen a disposición de una entidad de crédito pero de los -- que no puede disponer plenamente;

Considerando que, en una primera etapa, las normas comunes se definen de un modo muy general para cubrir la totalidad de los elementos constitutivos de los fondos propios en los diferentes Estados miembros;

Considerando que, teniendo en cuenta que los elementos externos no tienen la misma calidad que los elementos internos, no deben representar más del 50% de los elementos internos y que el resto de los elementos externos más allá de tal proporción no debe considerarse como fondos propios;

Considerando que las entidades públicas de crédito no deberían incluir en el cálculo de sus fondos propios las garantías que les conceden los Estados miembros a las autoridades locales; que, no obstante, la dispensa particular que existe actualmente en un Estado miembro puede mantenerse hasta el momento en que tal práctica haya sido objeto de una coordinación posterior;

Considerando que cuando, por razones de supervisión, sea necesario determinar la importancia de los fondos propios de un grupo de entidades de crédito, el cálculo se efectuará de conformidad con las disposiciones detalladas en la Directiva del Consejo 83/350/CEE, de 13 de junio de 1983, sobre la supervisión de instituciones de crédito en una base consolidada; que dicha Directiva deja a los Estados miembros un margen de interpretación en cuanto a los detalles técnicos de su aplicación, de que conviene hacer uso respetando el espíritu de la presente Directiva;

Considerando que a la espera de la adopción de la propuesta de Directiva relativa a las cuentas anuales de los bancos y otras entidades financieras, que introduce determinadas adaptaciones de las disposiciones de la Directiva del Consejo 83/349/CEE, de 13 de junio de 1983, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado, sobre cuentas consolidadas, la determinación de la técnica contable concre

ta que se debe utilizar para el cálculo de los fondos propios será competencia de los Estados miembros; que a partir del momento en que comience a aplicarse dicha Directiva se deberá seguir el esquema de balance previsto en su texto;

Considerando que la Comisión elaborará un informe y revisará periódicamente la presente Directiva con objeto de intensificar el alcance de las disposiciones, de modo que se logre una mayor convergencia en la búsqueda de una definición comunitaria de los fondos propios; que tal convergencia tendrá por efecto mejorar la adecuación del capital de los establecimientos de crédito de la Comunidad;

Considerando que la Comisión, en el marco de las revisiones periódicas anteriormente mencionadas, debería realizar los ajustes técnicos necesarios de esta Directiva, previa consulta al Comité consultivo bancario, dentro de los límites de los poderes de ejecución que confieren a la Comisión las disposiciones del Tratado; considerando que dicho Comité debería adoptar la forma de un comité de "reglamentación" -- conforme a las reglas de procedimiento establecidas en el artículo 2, procedimiento III, variante a) de la Decisión 87/373/CEE del Consejo, habida cuenta que las autoridades competentes de los Estados miembros continúan siendo responsables en primera instancia de la aplicación de las disposiciones de la presente directiva en este sensible sector;

Considerando que el informe emitido por la Comisión será comunicado al Parlamento europeo;

HA ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1

Ambito de aplicación

1. Cada vez que un Estado miembro adopte una disposición legal, reglamentaria o administrativa que utilice el término o

se refiera al concepto de fondos propios en el contexto de la supervisión de las entidades de crédito en actividad, lo hará de forma que tal concepto concuerde con la definición que establecen los artículos siguientes.

2. A efectos de la presente Directiva se entenderá por entidades de crédito las entidades a las que se aplique la primera Directiva del Consejo 77/780/CEE. A la espera de una coordinación posterior, los Estados miembros podrán diferir la aplicación de la presente Directiva a las entidades de crédito hipotecario.

Artículo 2

Principios generales

1. Los fondos propios de las entidades de crédito estarán constituidos por los siguientes elementos:

a) Elementos internos:

(i) El capital desembolsado, (capital entendido según lo dispuesto en el artículo 22 de la Directiva - 86/635/CEE), más la cuenta "prima de emisión" menos las acciones propias en poder de la institución de crédito,

(ii) Las reservas, incluidas las reservas legales y estatutarias y las otras reservas, añadiendo el remanente de beneficios obtenidos después de la asignación de los resultados del ejercicio y con deducción de los importes afectados a la cobertura de los riesgos bancarios generales,

(iii) Las reservas de revaluación (reconocidas como parte de los fondos de los accionistas),

(iv) Los otros elementos internos tal como se definen en el artículo 3;

b) Elementos externos, tal como se definen en el artícu-

lo 4.

2. El concepto de fondos propios, tal como se define en la presente Directiva, incluye un máximo de elementos y de cantidades. Durante el período previsto en el artículo 5, la utilización de tales elementos o la fijación de límites inferiores a dichas cantidades quedará al arbitrio de los Estados miembros, que estarán obligados, no obstante, a tomar en consideración la consecución de una convergencia mayor hacia una definición común de los fondos propios y a tomar medidas a tal fin. Dichas medidas serán comunicadas a la Comisión, que las tendrá en cuenta en el momento de aplicar las disposiciones del artículo 5.

3. Los elementos enumerados en la Letra a) del apartado 1 deben poder ser utilizados por las entidades de crédito de que se trate y estar exentos de todo impuesto previsible en el momento en que se calculen o se determinen teniéndolo en cuenta.

Artículo 3

"Otros elementos internos" contemplados en el inciso iv) de la letra a) del apartado 1 del artículo 2:

1. El concepto de fondos propios utilizados por un Estado miembro puede incluir "otros elementos internos" siempre y cuando se trate de elementos que, independientemente de su denominación jurídica o contable, presenten las siguientes características:

- a) Puedan ser libremente empleados por la entidad de crédito para cubrir riesgos vinculados al ejercicio de la actividad bancaria, cuando aún no hayan identificado las pérdidas o minusvalías;
- b) Se hallen consignados en la contabilidad interna que

la entidad de crédito comunica a las autoridades a -
que esté sometida;

- c) Su cuantía será fijada por la dirección, verificada -
por revisores independientes, comunicada a las autori-
dades competentes y sometida a la supervisión de és--
tas. Se podrá considerar provisionalmente que la veri-
ficación interna reúne las condiciones mencionadas --
hasta que se adopten las disposiciones comunitarias -
que harán obligatoria la verificación externa.

2. También podrán ser aceptados como elementos internos los
títulos de duración indeterminada y otros instrumentos simi-
lares que cumplan las siguientes condiciones;

- a) No podrán ser reembolsados a iniciativa del portador
o sin el acuerdo previo de la autoridad de control;
- b) Podrán ser utilizados para cubrir las pérdidas sin -
necesidad de que la entidad de crédito haya cesado -
de operar;
- c) El contrato de emisión deberá establecer que la enti-
dad de crédito tiene la posibilidad de diferir el pa-
go de intereses sobre la deuda;
- d) Los derechos del prestamista sobre la entidad de cré-
dito prestaria deberán estar totalmente subordinados
a los de todos los acreedores no subordinados.
- e) Los documentos que regulen la emisión de los títulos
deberán establecer que la deuda y los intereses no -
pagados podrán absorber pérdidas, de forma que la en-
tidad de crédito pueda seguir operando.
- f) Los títulos no sobrepasarán un porcentaje dado del to-
tal de los elementos descritos en los incisos i), ii)
y iii) de la Letra a) del apartado 1 del artículo 2;

dicho porcentaje se calculará de forma que el porcentaje al que se refiere el apartado 2 del artículo 4 - incluya tanto los elementos externos como los títulos de duración indeterminada y otros instrumentos similares contemplados en el presente apartado.

Artículo 4

"Elementos externos" contemplados en la Letra b) del apartado 1 del artículo 2.

1. Los elementos externos son fondos que se han puesto a disposición de una entidad de crédito pero que no son de su propiedad exclusiva o no puede emplear con entera libertad, o que se han puesto a disposición de la entidad de crédito por un período limitado de tiempo. Sin perjuicio del apartado 3, los elementos externos podrán incluir, asimismo, los compromisos de los miembros de entidades de crédito organizados sobre una base cooperativa, aún no desembolsados.
2. Los elementos externos pueden ser incluidos hasta una cantidad no superior al 50% del total de los elementos internos de los fondos propios. Este objetivo se deberá haber alcanzado el 1 de enero de 1995. Las autoridades supervisoras deberán cerciorarse de que las entidades de crédito cuyos elementos externos superen tal proporción los reducen progresivamente y de forma irreversible hasta dicho límite y de que las entidades cuyos elementos externos son actualmente inferiores al mismo no los aumentan temporalmente y lleguen a sobrepasarlo.
3. El capital no reclamado que constituya los compromisos de los miembros de las cooperativas de crédito sólo podrá incluirse entre los fondos propios si tal inclusión en los fondos propios de dicho grupo de entidades estaba autorizada el 31 de diciembre de 1984 y hasta el importe autorizado por

la Legislación vigente en dicha fecha, a reserva, no obstante, de las disposiciones del apartado 2.

4. Los Estados miembros no incluirán en los fondos propios de las entidades de crédito las garantías que ellos mismos hayan concedido a tales entidades.

5. Los Estados miembros o las autoridades supervisoras podrán incluir en los fondos propios elementos distintos de los compromisos de las cooperativas si existen acuerdos vinculantes con arreglo a los cuales en caso de quiebra o de liquidación de una entidad de crédito tales elementos tienen un rango inferior a los créditos de los restantes acreedores y no serán reembolsados hasta que no se hayan pagado las demás deudas existentes.

Estos otros elementos externos deberán reunir las siguientes condiciones:

- a) Los fondos de que se trate deberán haber sido desembolsados en su totalidad;
- b) Deberán tener un plazo de vencimiento inicial de al menos 5 años durante los cuales podrán ser sometidos a una progresiva disminución; si no ha sido fijada la fecha de vencimiento, sólo serán reembolsables con un preaviso de 5 años, salvo en el caso de que dejen de considerarse fondos propios o si se exige formalmente la autorización previa de las autoridades competentes para su reembolso anticipado; las autoridades competentes podrán autorizar el reembolso anticipado de tales fondos siempre y cuando así lo solicite el emisor y la solvencia de la entidad de crédito no se vea afectada por dicha operación.
- c) El límite el cual pueden considerarse como fondos propios será objeto de una reducción gradual durante al menos los cinco anteriores a la fecha de reembolso;

- d) Las autoridades competentes deberán tener acceso a todas las informaciones que les permitan verificar a fondo que se cumplan las condiciones mencionadas más arriba; en particular, deben ser accesibles a dichas autoridades y aprobadas por ellas los acuerdos que prevean la utilización de los fondos para la cobertura de los riesgos de la entidad de crédito o las cláusulas de tales acuerdos deberán estar determinadas por la legislación nacional.

Artículo 5

A más tardar 3 años después de la notificación de la presente Directiva, la Comisión elaborará un informe sobre la aplicación de la misma, que será comunicado al Parlamento Europeo. La Comisión propondrá, a la vista de los resultados del citado informe, las enmiendas necesarias.

Artículo 5 bis

1. Sin perjuicio del informe mencionado en el artículo 5 y en la medida en que sea preciso, las adaptaciones técnicas necesarias de la presente Directiva en lo que concierne

- al desarrollo y a las innovaciones de los mercados financieros;
- al desarrollo de la legislación comunitaria en el ámbito de los establecimientos de crédito y en las materias con ellos relacionadas,
- a las características particulares de determinadas clases de establecimientos de crédito,
- a las modificaciones técnicas que pueden ser necesarias para mejorar la convergencia en la definición de los fondos propios dentro de la Comunidad,
- a la clarificación de las definiciones de los elementos que componen los fondos propios utilizados en la presente Directiva, a fin de asegurar una aplicación -

- uniforme de dicha Directiva en el conjunto de la Comu--
nidad,
- a la supresión de la aplicación diferida de la presen--
te Directiva a los establecimientos de crédito hipote--
cario, conforme al apartado 2 del artículo 1,

Serán adoptadas según el procedimiento previsto en el --
apartado 2.

2. La Comisión estará asistida por un Comité compuesto por
representantes de los Estados miembros y presidido por el re--
presentante de la Comisión.

El representante de la Comisión presentará al Comité un
proyecto de las medidas que deban tomarse. El Comité emitirá
su dictamen sobre dicho proyecto en un plazo que el presiden--
te podrá determinar en función de la urgencia de la cuestión
de que se trate. El dictamen se emitirá por la mayoría pre--
vista en el apartado 2 del artículo 148 del Tratado para adop--
tar aquellos acuerdos que el Consejo deba adoptar a propues--
ta de la Comisión. Los votos de los representantes de los Es--
tados miembros en el Comité se ponderarán del modo definido
en el artículo anteriormente citado. El presidente no tomará
parte en la votación.

La Comisión adoptará las medidas previstas cuando sean
conformes al dictamen del Comité.

Cuando las medidas previstas no sean conformes al dictá--
men del Comité o en caso de ausencia de dictámen, la Comisión
someterá sin demora al Consejo una propuesta relativa a las /
medidas que deban tomarse. El Consejo se pronunciará por mayo--
ría cualificada.

Si, transcurrido un plazo que se fijará en cada acto que
el Consejo adopte con arreglo al presente apartado, pero que /
en ningún caso podrá exceder de tres meses a partir del momen--

to en que la propuesta se haya sometido al Consejo, éste no se hubiere pronunciado, la Comisión adoptará las medidas propuestas.

Artículo 6

1. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para cumplir la presente Directiva, a más tardar, el 1 de julio de 1988 e informarán de ello a la Comisión.

2. En un plazo de un año a partir de la notificación de la presente Directiva, los Estados miembros comunicarán a la Comisión los textos de las principales disposiciones legales, reglamentarias y administrativas adoptadas en el ámbito regulado por la presente Directiva.

3. La comunicación a que se refiere el apartado 2 deberá incluir una declaración y un comentario por las que se notifiquen a la Comisión las disposiciones adoptadas y los elementos que las autoridades competentes respectivas consideren como parte integrante de los fondos propios.

Artículo 7

Los destinatarios de la presente Directiva serán los Estados miembros.

ECONOMIA NACIONAL

- . Novedades del Sistema Financiero.
- . El Proyecto de Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito
- . Ofertas Públicas de adquisición de acciones (OPAS)
- . Los españoles y el ahorro : el ahorro y la inversión de las familias españolas.

NOVEDADES DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero español, desde mediados de 1977, - inició una reforma amplia, liberalizando la multitud de limitaciones y controles operativos existentes con anterioridad para posibilitar la construcción de un mercado capaz de atender a las necesidades financieras de una economía instalada en una crisis profunda y prolongada y al mismo tiempo adecuar la estructura de las instituciones, productos y mercados fincancieros españoles a las exigencias de un marco más competitivo como el que la integración en la Comunidad Europea supone. Desde esa fecha hasta 1988 los cambios producidos son muchos y la experiencia ha demostrado, pese a la actitud de algunos agoreros de primera hora, la utilidad y eficacia de -- las modificaciones practicadas.

El rango de las cuestiones con que hoy se enfrenta el - sistema financiero español enfoca problemas de perfecciona-- miento de sus instrumentos y de mejora de su capacidad competitiva que no hubiera sido posible ni siquiera plantearse -- sin las realizaciones del amplio camino recorrido en estos - últimos años.

Tres problemas centrales ofrecen un especial interés en el actual panorama del sistema financiero, a cuyo comentario se dedica la presente nota:

- 1º) Los problemas actuales de la política monetaria y - las tendencias de los tipos de interés.
- 2º) La necesaria continuidad en el proceso de reforma - financiera en algunos temas aún pendientes, sobre - los que el reciente informe de la OCDE sobre la Economía Española, llama la atención ofreciendo reflexiones de utilidad.

- 30) La cuestión relativa a la dimensión adecuada de las instituciones crediticias españolas y la conveniencia o no de los procesos de concentración y fusión.

Política monetaria, tipos de interés y mercados financieros.-

El inicio de 1988, desde el punto de vista financiero, ha venido marcado por los efectos -aún calientes- del crash bursátil que se inició el pasado mes de octubre y cuyo fruto ha sido la continuidad en estos últimos meses de una situación de apatía y falta de actividad en un mercado ya de por sí estrecho y limitado como el español.

Los analistas bursátiles señalan la incertidumbre que presidirá en los próximos meses la actividad en el mercado de capitales, como fruto de la propia inestabilidad y estancamiento de la coyuntura económica y financiera internacional, y por los efectos de la repercusión del "crash" bursátil sobre los inversores internos -institucionales e individuales- en sus futuras actividades, aunque existe el acuerdo general de que la intensidad de la crisis ha tenido y tiene menores consecuencias sobre la economía española que sobre otras economías europeas, generando una menor caída previsible en el ritmo de crecimiento real de la producción y de la renta.

Esas mejores perspectivas comparativas de la evolución económica española en 1988 tiene además en su base la percepción de una fuerte dinámica del gasto interior y una sustancial mejora perceptible en la autofinanciación de las empresas, tal como vienen reflejando los datos de la Central de Balances del Banco de España.

En ese marco de referencia general se espera que la política monetaria permita lograr -con una tasa de crecimiento de los ALP entre el 8% y el 11%, inferior al 14,3% con que se cerró 1987- la financiación adecuada de la economía, cu-

yo crecimiento real se estima en torno al 3,5% del PIB moderando las tensiones inflacionistas de forma que el crecimiento del IPC no supere el 3% como media anual, y propiciando una reducción gradual de los tipos de interés en términos reales.

Es evidente que la política monetaria para 1988 no tiene ante sí una tarea fácil y que la memoria histórica de los deajustes -seguidos a veces de bruscas correcciones- producidos en 1987, constituye un motivo de preocupación para los operadores en los mercados financieros.

Con frecuencia la discusión sobre la política monetaria adecuada en España, se ha polarizado en el tema de si es conveniente, a la vista de la pasada experiencia, continuar con la técnica de controlar un agregado monetario intermedio (ALP) a partir de una variable instrumental (activos de caja del sistema bancario) o si sería preferible abandonar la técnica de control explícito de agregados monetarios, tal como ya se ha hecho en algunos países de Europa.

Es cierto que el proceso de innovación financiera, la internacionalización de los mercados financieros, las políticas de financiación del déficit público y su variabilidad, y algunas disposiciones fiscales con trascendencia financiera -tal como la Ley sobre Activos Financieros de 1985- han ocasionado serios contratiempos al sistema de control monetario seguido en España, originando algunos elementos de inestabilidad en los mercados. Sin embargo, el Banco de España mantiene la postura de la continuidad del sistema de control de los ALP, ante la falta de evidencia de que otros agregados sean más estables en su relación con el objetivo final, ante la imposibilidad de controlar directamente la evolución del gasto monetario en sí mismo, por la inevitable ausencia de una información estadística precisa y puntual, y, ante la improcedencia de suprimir todo tipo de control programado y anunciado que sirva de referencia a entidades financieras y

operadores en los mercados, pasando a un terreno de actuación más discrecional.

La política monetaria en 1988 tratará, por tanto, de permitir la financiación adecuada de la economía, manteniendo el objetivo de evitar rebrotes inflacionistas e incorporará, con toda probabilidad, en su forma de actuación algunas novedades importantes.

a) Juzgar las variaciones de los ALP, en forma más matizada, consciente de los límites interpretativos de la evolución de ese agregado monetario que pueden ser puros reflejos de los cambios en la composición de la cartera de los particulares entre activos -incluidos y no incluidos en los ALP- más que variaciones en la liquidez del sistema.

Por otra parte, el Banco de España se propone no sólo seguir el curso de la evolución de los ALP sino también simultáneamente el de otros agregados que, como la Oferta Monetaria o las Disponibilidades Líquidas, constituyen medidas más estrictas y tradicionales de la liquidez del sistema.

b) Probablemente, la Autoridad monetaria, revisará los objetivos de crecimiento monetario -a diferencia de los realizados explícitamente en 1987- si se producen variaciones sustanciales en el marco de referencia de la programación monetaria, tales como crecimientos del PIB superiores a los previstos o alteraciones sensibles en la velocidad de circulación de los activos líquidos.

c) El propio diseño del control para 1988 no define, como en el pasado, una senda central de crecimiento de los ALP, sino que consciente de que las variaciones de los tipos de interés pueden originar alteraciones en la velocidad de circulación, actuará con más flexibilidad fijando una franja uniforme -entre el 8% y el 11%- de variación. Al anterior modelo "cónico" de una franja de variación con una senda cen

tral, le sucede el sistema más flexible de un modelo "cilíndrico" con una banda de variación uniforme sin senda central definida como objetivo de actuación del control monetario.

d) La instrumentación de la política monetaria, sobre la base de un mercado de deuda pública, más amplio y tecnificado mediante el sistema de anotaciones en cuenta permitirá - que opere -cuando sea preciso- de una forma menos traumática que en el pasado, mediante operaciones de mercado abierto y con una información más precisa sobre la situación de los -- mercados.

El problema fundamental de la política monetaria actual, pese al debatido tema de su instrumentación, no está posible mente tanto en la elección más adecuada de la variable objeto de control, cuanto en la dramática dificultad de compaginar sus objetivos con los condicionantes -explícitos e implícitos- de su actuación. En efecto, la política monetaria debe afrontar el siguiente conjunto de objetivos:

1. Controlar la inflación, con la presencia de un déficit público cuantioso y persistente que en 1988 va a implicar una financiación al sector público -según -- previsiones presupuestarias- de 1.381 miles de millones de pesetas.
2. Para ello, el control monetario debe contribuir a -- moderar el fuerte pulso del gasto interno, procurando no dañar el recientemente recuperado proceso de inver-- sión.
3. Ha de propiciar por tanto, la reducción de los tipos de interés a medio y largo plazo, sin que ello implique un excesivo crecimiento del crédito que podría -- alentar tensiones inflacionistas.
4. Debe evitar una apreciación de la peseta que pudiera

dañar las ya de por sí débiles tasas de crecimiento de nuestras exportaciones.

Parece claro que un cúmulo tal de objetivos, parcialmente contradictorios, plantea una difícil agenda de trabajo a la Autoridad Monetaria para 1988.

Un difícil equilibrio que ha iniciado el año con el propósito de reducir los tipos de interés y que se ha manifestado en reducciones en los tipos de los préstamos de regulación monetaria, de las Letras del Tesoro y de la retribución de la fracción remunerada de los depósitos obligatorios de las entidades financieras en el Banco de España. Un comportamiento que ha ido seguido con el gesto -más aparente que real- de la reducción de los tipos de interés preferenciales de los grandes Bancos. Los tipos de interés reales en España -pese a la moderación de la inflación- continúan siendo los más elevados de Europa, en tasas que duplican las de los países centrales/ de la Comunidad Europea.

La cuestión básica es si la financiación necesaria de un déficit público cuantioso y persistente va a permitir la continuidad de la tendencia a la baja de los tipos de interés o, por el contrario, ese movimiento deseable se verá abortado en los próximos meses ante las necesidades financieras públicas.

Para muchos observadores del sistema financiero, la extensión inevitable de Letras del Tesoro y Deuda Pública que ya ha contribuido -digamos de pasada- al debilitamiento por la competencia del mercado de pagarés de empresa, hará muy difícil la práctica de reducciones sustanciales en los tipos de interés de las operaciones pasivas de la Banca y tendrá por ello efectos poco sensibles en el coste del crédito y de las demás operaciones activas de las instituciones financieras.

Lo que sí parece claro es que mientras se mantenga el /

diferencial de tipos de interés y las intervenciones del Banco de España en el recientemente liberalizado mercado de divisas reduzca las incertidumbres en los movimientos de tipo de cambios de la peseta, podría continuar el flujo importante de entradas de capital extranjero, dificultando aún más el ya de por sí complejo papel de la política monetaria. De momento el Banco de España ha adoptado el pasado 10 de Febrero la decisión de fijar / un límite máximo a la toma de posiciones cortas en divisas -fundamentalmente operaciones "swaps"- a las entidades financieras en proporción con sus recursos propios que contribuirá a paliar el problema de la entrega excesiva de capitales extranjeros a / corto plazo atraídos por el diferencial en los tipos de interés.

Los datos de la evolución monetaria a final de enero parece señalar, pese a todas las dificultades, una tendencia hacia la desaceleración en el crecimiento de los ALP que en tasa mensual, elevada a anual, han experimentado un aumento del 13,8% - que modera algo la tendencia más expansiva con que cerró el mes de diciembre del pasado ejercicio, aunque muestra cierta paralización en la reducción progresiva de los ALP que se venían observando desde el último trimestre de 1987. La dificultad estriba en continuar la tendencia desaceleradora en los próximos meses para que el curso de las variables monetarias se ajuste a / las previsiones establecidas.

Es bastante probable que los problemas de control monetario se compliquen en los próximos meses y ello por dos factores, al menos, de gran trascendencia. El primero es el comportamiento poco previsible del Tesoro. La experiencia demuestra que su importancia relativa como factor distorsionante es grande ya que pese a su teórica predictibilidad, ni las cifras absolutas de financiación del déficit público ni la secuencia temporal en que el Banco de España ha de intervenir para compensar la creación/ de liquidez por el Tesoro, suelen coincidir en la realidad con la programación presupuestaria inicial.

El segundo factor que con toda seguridad afectará al control monetario, es el relativo al previsible incremento de entradas de capital extranjero a corto plazo para las que España se ha -

convertido en un auténtico paraíso financiero toda vez que la financiación de un déficit elevado y de una deuda pública que alcanza ya casi la mitad del PIB no hacen pensable una drástica desaparición del diferencial de intereses reales con el resto / de los países de la OCDE pero además, y ahí está la diferencia respecto a otras situaciones parecidas en el pasado, ese mayor interés no comporta un riesgo serio de apreciación de la peseta que pudiera afectar negativamente a los inversores extranjeros, toda vez que la necesidad de no acentuar el déficit comercial, deprimiendo el ya poco brillante ritmo de crecimiento de las exportaciones, aseguran una política monetaria exterior de mantenimiento de la cotización de la peseta, evitando apreciaciones que tendrían efectos nocivos sobre el comercio exterior.

Muchos de estos problemas pervivirán desgraciadamente en la economía española en tanto que sus parámetros fundamentales vayan convergiendo con las restantes economías de Europa y permitan, en condiciones más homogéneas que las actuales, la integración en el Sistema Monetario Europeo, sobre cuya conveniencia, en esas condiciones, parece existir un amplio acuerdo al menos a nivel técnico.

El Informe de la OCDE y el Sistema Financiero Español.

En su reciente Informe sobre la economía española, la OCDE dedica su segundo capítulo a analizar con cierta minuciosidad / la estructura, evolución y algunos problemas actuales de los / mercados financieros y de la política monetaria.

El Informe reconoce los avances experimentados por la li-beralización del sistema financiero y las mejoras introduci--das en la instrumentación de la política monetaria, como tendencias hacia una modernización y ajuste estructural del sistema de cierta magnitud en respuesta fundamentalmente a los estímulos generados por la adhesión de España a la Comunidad y constata las dificultades que en ese proceso ha introducido tanto las crecientes necesidades de financiación del Sector /

Público, como la profunda crisis bancaria sufrida por nuestro sistema bancario en los últimos años.

Buena parte de este capítulo del Informe de la OCDE contiene una descripción de la estructura actual y la evolución en años recientes del sistema financiero. Sin embargo contiene también algunas reflexiones y puntualizaciones cuyo recordatorio puede ser útil de cara al futuro.

El Informe recierda seis aspectos centrales en los que se han producido cambios sustanciales en los últimos años. Son éstos:

- 1) Liberalización total de tipos de interés.
- 2) Reducción de los coeficientes de inversión obligatoria.
- 3) Relajamiento importante de los controles de divisas y de las restricciones sobre movimientos de capital.
- 4) Gradual eliminación de límite a las operaciones de / los bancos extranjeros.
- 5) Mayor equilibrio, gradualmente conseguido, en la estructura de la deuda pública.
- 6) El proyecto de Ley sobre reforma de la Bolsa.

La OCDE considera que el Sistema Financiero, pese a los logros alcanzados requiere mejoras adicionales sobre su nivel de eficiencia y considera básicamente que existen dos requisitos para ulteriores avances en ese sentido: la moderación de las necesidades financieras del sector público y la extensión de actividades de la banca extranjera como elemento de estímulo de la competitividad y la modernización.

La variedad de los temas tratados en el Informe, hace - difícil trazar una síntesis de su contenido. Sin embargo diez aspectos merecen destacarse, dentro de los puntos relativos/ a la eficiencia del sistema y a la política monetaria:

- 1) El sistema bancario español opera con costes de funcionamiento más elevados que los de los países europeos de la OCDE, particularmente en el componente de gastos/ de personal.
- 2) La productividad del sistema bancario es baja, con un exceso de oficinas pequeñas y con excesivo número de empleados.
- 3) Pese a los elevados costes y la baja productividad,/ el margen financiero de las entidades bancarias es el - mayor de los países europeos de la OCDE, si se excluye/ Dinamarca, lo que es síntoma de cierto grado de actuación monopolística.
- 4) La desregulación de los últimos años ha estimulado - la participación de las Cajas de Ahorro que han experimentado un espectacular crecimiento en su cuota de mercado, aunque en un contexto de costes de transformación crecientes.
- 5) La Banca extranjera ha ejercido un papel importante/ como innovadora y dinamizadora del sistema bancario.
- 6) El desarrollo del sistema competitivo y el fortalecimiento de la supervisión por parte de la Autoridad Monetaria, reduce la inestabilidad del sistema, frente a lo ocurrido en el período de crisis bancaria que va desde/ 1978 a 1983.
- 7) Los coeficientes de inversión obligatoria constitu--

yen un subsidio oculto a los sectores financiados, menos deseable que una subsidiación directa ya que resta transparencia a la operación en sí misma, su cuantía es variable dependiendo de las condiciones del mercado, y discrimina entre instituciones.

A finales de 1986 la cuantía de ese subsidio encubierto representaba 1,33% del PIB y en el período 1983-84, alcanzó un 2% del PIB.

8) Los coeficientes de Caja y de Pagares del Tesoro -- constituyen de hecho un impuesto sobre la economía. -- Provocan trastornos en el desarrollo de los mercados financieros y enmascaran el coste de la financiación del/déficit con lo que disminuyen los esfuerzos para su reducción.

9) Las dificultades que el déficit público y su financiación imponen a los objetivos de la política monetaria - unidas a las presiones al alza del tipo de cambio, han/conducido a una política monetaria con cierto carácter/acomodaticio.

10) Una política monetaria más restrictiva, podría haber forzado al sector público a una reducción del déficit y hubiera generado un clima de mayor moderación salarial.

Para la OCDE, por tanto, sin negar la importancia de los avances realizados en estos últimos años, "los mercados financieros todavía adolecen de rigideces sustanciales" y afirma que "la mayor parte de las deficiencias persistentes se relacionan con la falta de instrumentos adecuados para un control monetario efectivo y para la gestión de la deuda pública".

Tres novedades recientes en el Sistema Financiero.

El juicio formulado por la OCDE sobre el Sistema Financiero español es sin duda certero, pero no cabe tampoco duda de que en forma gradual y continua se han ido introduciendo/modificaciones importantes que pese a la acusación de lentitud que la OCDE hace, continúan avanzando en la configuración de un sistema financiero moderno.

En este sentido, tres novedades merecen ser destacadas:

- 1) El Proyecto de Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- 2) La extensión operativa del mercado de anotaciones en cuenta de la Deuda del Estado, y,
- 3) El Proyecto de Ley sobre Reforma de la Bolsa de Valores.

El Proyecto de Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, viene a cubrir un vacío legal importante en el ordenamiento financiero español sobre cuya existencia el Banco de España ha llamado la atención reiteradamente. En su configuración actual, tal como ha sido publicado en el Boletín Oficial de las Cortes, el proyecto no sólo define las infracciones de normas de ordenación y disciplina sobre las entidades de crédito, clasificándolas en su intensidad y estableciendo un cuadro de sanciones más acorde con la realidad actual que el obsoleto esquema vigente, sino que además regula, en un conjunto de disposiciones complementarias, otras cuestiones importantes que afectan a otros aspectos sustantivos de las entidades crediticias, a cuya glosa y comentario se dedica una nota específica en este mismo número de "Cuadernos de Información Económica!"

La segunda novedad es más operativa que normativa y se

refiere al proceso de perfeccionamiento del sistema de anotaciones en cuenta en las operaciones de Deuda Pública. La Ley de Presupuestos de 1986, reconoció por vez primera la posibilidad de que la Deuda del Estado se materializara en anotaciones en cuenta. El R.D. 505/1987 y la O.M. de 19 de mayo de 1987, otorgó la necesaria regulación jurídica de este sistema cuya pieza básica es la Central de Anotaciones en Cuenta gestionada por el Banco de España y que una vez resueltos los problemas jurídicos de esta nueva forma de instrumentar/ las operaciones con Deuda del Estado, inició su funcionamiento práctico en julio de 1987.

A finales de enero del presente año, el Banco de España ha seleccionado un número muy reducido de "creadores de mercado", concretamente once, que por su presencia continuada en el mercado, su disposición a suministrar liquidez en el mismo y su compromiso de fijar precios de referencia en el segmento mayorista, permiten el establecimiento de unas relaciones operativas más estrechas con el Banco emisor de cara a una mayor eficacia en la instrumentación de la política monetaria.

El desarrollo de las actuaciones monetarias del Banco de España en los últimos tiempos, ha llevado a las autoridades/ al convencimiento de que las acciones de control deben discutir por dos canales distintos: de una parte las subastas de préstamos de regulación monetaria que proporciona a la autoridad una información precisa sobre las tensiones existentes en el mercado y, de otra, las operaciones de mercado/ abierto que permiten una actuación más flexible sin crear grandes traumas en el sistema monetario. Esta forma de instrumentar el control monetario que el sistema de anotaciones en cuenta posibilita, requería la previa selección de un grupo reducido de operadores para que la red de comunicación no tuviera un coste excesivo, que mantuviera con el Banco de España una relación continua y que por su elevada presencia en

el mercado y sus características de profesionalidad asegurara la difusión rápida y eficiente de las intervenciones monetarias decididas por la Autoridad.

La tercera y reciente novedad financiera es la aprobación por el Consejo de Ministros del pasado día 12 de febrero del Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores que será, en consecuencia, remitido a las Cortes y cuya elaboración se ha producido en un ambiente de debate y prolongado enfrentamiento de colectivo más tradicional de los agentes - mediadores.

Es obvio que los defectos estructurales de las Bolsas - españolas necesitan una corrección para modernizarlas y ajustarlas a las necesidades de la economía española y para facilitar la futura interrelación con los restantes mercados de valores de los países comunitarios. Una cuestión distinta es el camino que ese proceso de cambio y actualización que nadie discute, debe tomar.

Señalemos que en la versión actual del proyecto enviado a las Cortes, las piezas básicas son siete:

- 1) La ruptura del status actual de los Agentes de Cambio y Bolsa que podrán pasar a integrarse en los Colegios de Corredores de Comercio terminando así con la vieja dualidad de los agentes mediadores.
- 2) La aparición de Sociedades y Agencias del mercado de valores que de forma independiente, serán los operadores básicos del mercado -con posibilidad de apertura de oficinas en todo el territorio nacional- con lo que la normativa española incorpora las figuras claves en otros mercados, de brokers y dealers para operar por cuenta propia tomando posiciones en el mercado o por cuenta ajena.

- 3) La interconexión entre las cuatro bolsas, facilitando la integración del mercado.
- 4) La instauración de sistemas de contratación continua que permita salir de las limitaciones impuestas por los estrechos márgenes de duración de los actuales corros.
- 5) La libertad de comisiones, que no obstante será vigilada por el Gobierno que se reserva la facultad de establecer límites en las operaciones de los inversores individuales.
- 6) La creación de una Comisión Nacional del Mercado de Valores con amplias competencias sobre los temas clave/ de la transparencia del mercado, la formación de los precios y la protección de los inversores.
- 7) Un nuevo marco jurídico para las Ofertas Públicas de adquisición de acciones, más acorde con las necesidades de un mercado dinámico movido por las fuerzas de la competencia.

Los problemas de la dimensión de las entidades financieras.

Tras la tempestad provocada en el sistema financiero español por el malogrado intento de concentración del Banco de Bilbao y el Banco Español de Crédito -con toda la discutida parafernalia de OPAS y contra OPAS- y el final acuerdo de integración de los Bancos de Bilbao y de Vizcaya, el tema de la dimensión adecuada de las entidades financieras españolas sigue reclamando un puesto prioritario en el debate permanente sobre la estructura conveniente del sistema financiero español frente a la competencia reavivada por el avance en el proceso de integración en la Comunidad Europea.

Para muchos de los que viven directamente, con funciones / de uno u otro tipo, el propio sistema crediticio e incluso para la opinión pública en general, el debate de este tema adquiere una dimensión más visceral que técnica dando más cancha a la pasión que a la racionalidad de los argumentos. Es obvio que en / ese contexto la posición de los economistas que intentan ofrecer un balance de los pros y contras de las concentraciones en el / sistema bancario tienden a valorarse como una racionalización / relativizadora de un proceso vivo y candente que a veces se acoge con cierta decepción. Pese a ello, tal vez sea de utilidad / repasar brevemente una vez más el estado de la cuestión. Y con ese propósito, diez argumentos centrales permiten situar los parámetros clave de la cuestión:

1. La dimensión media de las instituciones financieras españolas es relativamente pequeña, en comparación con los competidores europeos. La competitividad de los bancos españoles en los mercados internacionales es muy reducida.

2. El desarrollo de la actividad de la banca, con la necesaria diversificación de actividades y servicios que el principio de "banca universal" implica, exige una dimensión mínima por debajo de la cual no es posible aprovechar las ventajas de las

modernas tecnologías que requieren inversiones de cierta magnitud.

Existen economías de escala y de alcance, según se deduce de todos los estudios empíricos realizados, en la mayor parte de los servicios bancarios y no hay evidencia de deseconomías de escala.

Los procesos de concentración de entidades financieras adquiere su más claro sentido en el camino de alcanzar esa dimensión mínima por debajo de la cual la supervivencia de instituciones es, cuando menos, dudosa a medio y largo plazo.

3. Una elevada dimensión bancaria sólo es una condición necesaria en una conceptualización del negocio bancario que considera la actividad central de una entidad financiera, más allá de la prestación de servicios en el mercado interno, como un negocio global en el contexto de los mercados financieros internacionales en los que la dimensión se convierte en elemento indispensable para la propia presencia sustantiva en los mercados y para una competencia efectiva sin dependencias externas.

4. Sin embargo, la dimensión, en sí misma, no es una condición suficiente para la competitividad en los mercados financieros nacionales o internacionales. La experiencia muestra hasta la saciedad, situaciones de bancos de grandes dimensiones que -- han tenido problemas y han atravesado situaciones críticas conviviendo con entidades más pujantes de menor dimensión.

5. Las instituciones financieras de dimensión más reducida, a partir de un dintel mínimo indispensable, pueden subsistir indefinidamente en cualquier mercado financiero competitivo si -- maximizan las ventajas comparativas que puedan tener por su especialización operativa, por su polarización hacia determinados segmentos de la clientela o por la concentración de sus actividades en áreas geográficas determinadas. Exigencias éstas que no son fáciles de cumplir.

6. El punto central de la competitividad estriba en la dinámica innovadora de las entidades y en la eficacia de la gestión, con independencia de su dimensión.

Por ello los procesos de concentración de entidades adquieren particular sentido cuando el dinamismo de alguna de las entidades que se fusionan o su cultura organizativa, permite transmitir al conjunto fruto de la concentración, un mayor dinamismo y los efectos sinérgicos precisos para que la entidad resultante de la fusión sea potencialmente algo más que una mera suma de las partes. Una línea que se ve reforzada en el caso de que la concentración resuelva adicionalmente los problemas/ de la sanidad o solvencia financiera de alguna de las entidades.

7. Aún en el caso de que una mayor dimensión sea precisa, el análisis económico del proceso de fusión no debe prescindir de los costes inherentes al mismo. Unos costes que tienen una dimensión privada, asociada a la inicial existencia de una organización duplicada -la correspondiente a cada una de las entidades que se fusionan- y una dimensión social, relativa a los efectos negativos que la concentración puede producir sobre la competencia con la consiguiente repercusión final sobre la clientela de la entidad.

8. En el caso de las Cajas de Ahorros, sus actuales límites territoriales de expansión, reduce las posibilidades de concentración por la vía de fusiones al limitar el ámbito de opciones y, por el contrario, da mayor relevancia que en otras instituciones financieras a las posibilidades de nuevos pactos y acuerdos de actuación -sin integración total de las instituciones- y la revitalización de la filosofía constitutiva de la Confederación nacional y de las propias Federaciones regionales.

9. Las concentraciones de Cajas de una misma provincia o ámbito regional sólo tienen sentido si ello procura un mayor dinamismo al conjunto o permite al menos alcanzar la dimensión

mínima indispensable para la competencia si las Cajas que se fusionasen inicialmente no la tenían.

La experiencia parece demostrar que el planteamiento de estas fusiones como un puro sistema de reducción de competencia entre entidades no es beneficioso para el conjunto que verá reducirse su cuota de mercado como fruto del diseño de "mercado de clientela" que la actividad financiera al por menor presenta.

10. En el negocio de la actividad bancaria al por menor, como es el caso más habitual en las Cajas de Ahorros, el tema de lograr una mayor dimensión de cara a la competencia futura, encarnada en los bancos e instituciones financieras europeas, es menos intenso que en otros planteamientos de la actividad bancaria.

Primero, porque la competencia exterior en el mercado interno al por menor, será un proceso prolongado para el que -- existen barreras legales, de comportamiento y tecnológicas. Segundo, porque el comportamiento financiero del español medio -- como recuerda la nota sobre "Los españoles y el ahorro" que se incluye en este número de Cuadernos -- sigue siendo muy tradicional, aunque la educación y la información financiera es creciente, sin que mayoritariamente haya alcanzado un grado excesivo de sofisticación que exigiría cambios inmediatos en el propio planteamiento de la actividad financiera haciendo a las entidades más vulnerables a la competencia.

EL PROYECTO DE LEY SOBRE DISCIPLINA E INTERVENCION DE LAS ENTIDADES DE CREDITO.

Introducción

Tras un proceso relativamente largo de preparación, el Gobierno ha remitido a las Cortes el Proyecto de Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Su necesidad era bien conocida por el sector crediticio y, especialmente, el Banco de España había mostrado en numerosas ocasiones su insatisfacción con la -todavía- actual situación. Un respaldo legalmente endeble para sus actuaciones, un cuadro normativo disperso, en función del tipo de entidad, y un conjunto de sanciones anticuadas y, en muchos casos, escasamente ejemplificadoras y coercitivas eran las causas básicas de la señalada insatisfacción. De otra parte, el reforzamiento de los poderes en esta materia de las autoridades monetarias resulta necesario justamente en un período de liberalización de actividades que precisa potenciar la propia / responsabilidad individual de las entidades de crédito al asumir nuevas funciones y actividades que acarreen mayores riesgos / para sí mismas y, correlativamente, también para su clientela.

Como señala la exposición de motivos del proyecto, la supervisión financiera implica, en los momentos actuales:

1. La posibilidad de disponer de una completa información sobre la situación y evolución de las entidades financieras.
2. La existencia de un conjunto de normas tendentes a limitar o prohibir aquellas prácticas u operaciones que incrementen los riesgos de insolvencia o iliquidez. Y habría que matizar: por encima de aquel grado de prudencia que debe presidir la actuación de las entidades financieras.

3. El reforzamiento de los recursos propios con que pueden, en su caso, atenderse esos riesgos evitando perjuicios para los depositantes.

Todo ello supone que las autoridades supervisoras dispongan de facultades correctivas suficientes y de los poderes sancionatorios adecuados para el cumplimiento de sus fines.

El proyecto tiene, pues, un contenido fundamentalmente sancionador. Pero es algo más, pues junto a las normas de este carácter ha extendido notoriamente su ámbito a materias que ha entendido conexas pero que, en puridad, hubieran tenido un mejor acomodo en una ley más general que regulara el régimen jurídico de las entidades financieras, o mejor aún, de la actividad crediticia. De esta tacha es bien consciente el propio proyecto, que se justifica a sí mismo exponiendo que "en defecto de una ley general sobre ordenación de la actividad de las entidades / de crédito, cuya necesidad se deja sentir, pero que, por su complejidad, no puede abordarse con premura, se ha considerado conveniente aprovechar la aprobación de esta Ley para resolver ciertos problemas sustantivos del régimen legal de las diversas categorías de entidades financieras".

Esta situación de hecho -la falta de ley general de ordenación del crédito- debe ser claramente subrayada precisamente por que es determinante de la técnica utilizada en el proyecto de ley. No habrá de faltar quien afirme que la Ley de Disciplina hubiera debido venir precedida por la reguladora de las actividades crediticias, precisamente para enmarcar con claridad lo que puede / y no puede hacerse en el ámbito de este sector, dejando para un momento lógicamente posterior la sanción de las conductas infractoras de tal ordenamiento.

Desgraciadamente, ha de reconocer que la elaboración del ordenamiento jurídico no suele corresponderse con los dictados estrictos de la lógica jurídica y que es mucho más frecuente que / sean los imperativos cotidianos, e incluso coyunturales, los que vayan enmarcando la secuencia legislativa. En todo caso, la evi-

dente necesidad de este proyecto no solo no excusa, sino que más bien proclama, la no menor urgencia de abordar el "otro" proyecto: el de ordenación de la actividad crediticia, que no puede ser sustituido -si se desea, en verdad, la clarificación de nuestro ya excesivamente confuso ordenamiento crediticio- por retoques normativos puntuales, Urgencia no significa precipitación sino necesidad de iniciar el análisis previo y completo de las líneas básicas por las que se pretende que discurra/ nuestro sistema financiero con pretensiones de estabilidad.

Estructura del Proyecto

El texto del proyecto consta de 50 artículos, divididos / en cuatro títulos: el primero destinado a regular el "régimen / sancionador de las entidades de crédito", aparece subdividido en cinco capítulos ("disposiciones generales", "infracciones", "sanciones", "competencias en la materia" y "normas de procedimiento"); el segundo se ocupa del "ejercicio de actividades y uso de denominaciones reservadas a las entidades de crédito"; el tercero, de las "medidas de intervención y sustitución"; el cuarto y último, bajo la rúbrica "disposiciones complementarias" comprende un conjunto heterogéneo de normas que van desde adaptaciones terminológicas (sustitución de la denominación de "establecimientos de crédito" por la de "entidades de crédito", / por considerarla más conforme con nuestra tradición) a la tipificación de infracciones de los miembros de las comisiones de/ control de las Cajas de Ahorros pasando por normas relativas a atribución de competencias y modificaciones de preceptos incluídos en otras leyes.

Incluye, además, trece disposiciones adicionales, tres transitorias y una derogatoria.

El régimen sancionador

Lo primero que llama la atención, tras la lectura del pro-

yecto, es que no existe una definición directa y concreta de que será la infracción en materia de crédito. El apartado 1 del artículo 1° se limita a señalar que "las entidades de crédito, así como quienes ostenten cargos de administración o dirección de las mismas, que infrinjan normas de ordenación y disciplina incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el presente título", / precisando a continuación, en los siguientes apartados del artículo 1° lo que debe entenderse por "entidades de crédito", / "cargos de administración y dirección" y "normas de ordenación y disciplina".

Con esta técnica parece pretenderse aplicar la teoría de la responsabilidad objetiva, es decir, que cualquier incumplimiento del ordenamiento crediticio sea considerado infracción, con independencia de su voluntariedad. El tema es, desde luego, complejo y delicado, pero puede suscitarse en la discusión parlamentaria del proyecto, por cuanto ya se cuenta con un precedente importante: el debate que tuvo lugar con ocasión de la modificación parcial realizada en 1985 de la Ley General Tributaria, al definirse las infracciones de esta naturaleza, y que ha llegado hasta el Tribunal Constitucional, encontrándose pendiente de fallo.

Aún reconociendo las dificultades de tal tarea parece que sería necesaria una definición de qué infracción es la que se propone sancionar esta Ley, pues de no ser así se desembocaría necesariamente en la técnica del "tipo en blanco", es decir, sería infracción todo incumplimiento. Y efectivamente, esto es lo que ocurre en el proyecto que se comenta. La tipificación de las infracciones se realiza al hilo de su clasificación en muy graves, graves y leves y estas últimas son, en efecto, las infracciones de preceptos de obligada observancia para las entidades de crédito comprendidas en normas de ordenación y disciplina / que no constituyan infracciones graves o muy graves, al margen de su voluntariedad -aunque esta sea su mínima.

No parece, pues, posible compartir plenamente la afirmación contenida en la Exposición de Motivos que se refleja en el párrafo que sigue:

" Se tipifican las infracciones, tratando de obtener un equilibrio entre la imprescindible concreción de las conductas sancionables, atendiendo a su gravedad, y la definición de aquellas con el grado necesario de generalidad que evite el posible vaciamiento futuro de la ley así como el exceso de casuismo o la exhaustividad de su relación, tan imposible como inútil en una actividad sujeta a rápida evolución".

De un lado, porque el casuismo ha resultado inevitable(11 infracciones muy graves, 16 graves y un número indeterminado -por su forma de tipificación- de infracciones leves) y de otro, porque la generalidad tampoco se consigue al faltar la definición genérica de infracción.

Siguiente nota que merece destacarse en el plano general es la forma en que ha quedado regulada la prescripción. En primer lugar, porque se ha fijado el mismo plazo de prescripción / para las infracciones muy graves y para las graves y, en cambio, se ha reducido para las leves, siguiendo un criterio intermedio entre la fijación de un plazo común, para todo tipo de infracciones, y un plazo propio para cada una de ellas. En segundo lugar, porque se han limitado las causas de interrupción de la prescripción ya que parece que este efecto solo se produciría por la iniciación del procedimiento sancionador. Es esta una medida que ha de recibir una crítica favorable en la medida en que resulta garantizadora de la seguridad jurídica.

En lo que a sanciones se refiere su cuadro se ajusta a la naturaleza de las infracciones que castigan. Van desde la amonestación privada a la imposición de multas pecuniarias (fijas o / proporcionales a los recursos propios de la entidad) pudiendo / llegar hasta la revocación de la autorización de la entidad y / extendiendo a la suspensión y separación del cargo de administradores y directores. La nota quizá, más destacada, en esta materia es, aparte de la actualización cuantitativa de las sanciones, la extensión con la que podrán aplicarse en el futuro a las personas físicas, responsables de la marcha y actuación de las entida

des de crédito, posibilidad que, hasta el presente, se encontraba fuertemente dificultada. Es este, también, un aspecto positivo de la nueva regulación que contribuirá a potenciar la prudencia en la adopción de decisiones que impliquen la posibilidad de incurrir en sanción.

Igualmente resulta importante la inclusión en el proyecto / de un conjunto de criterios -enumerados en el artículo 14- para ponderar la aplicación de las sanciones. En cierta medida no deja de resultar sorprendente que, habiéndose tratado de objetivar la responsabilidad, sin embargo, el propio proyecto trate de culificar la sanción aplicable atendiendo, en el caso de la entidad -entre otros criterios a la conducta anterior en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten y, en lo que respecta a los directivos, atendiendo al grado de responsabilidad en los hechos que concurren en el interesado. Importa destacar estos principios porque suponen, al menos, un cierto / grado de voluntariedad en la comisión de la infracción que, a / nuestro juicio, resulta en todo caso necesaria para su propia / existencia.

En el supuesto de aplicación de sanciones de suspensión, separación o separación con inhabilitación de cargos directivos se prevé la posibilidad de nombramiento provisional de los miembros que se precisen para que los órganos colegiados puedan adoptar / sus acuerdos o de uno o más administradores, señalando sus fun--ciones. Estas personas ejercerán los cargos hasta su cobertura por la propia entidad o hasta el transcurso del plazo de suspensión, pero el proyecto no dicta ninguna norma respecto de las condiciones que hayan de reunir los provisionalmente designados. / Aún aceptando que sea materia que pueda ser objeto de reglamentación, parece que sería prudente fijar los criterios básicos para la designación de estos cargos provisionales en la propia Ley.

Un tema que ha venido siendo objeto de discusiones en la fase de elaboración del proyecto es el correspondiente a las competencias para la instrucción de expedientes y aplicación de sancio

nes. La cuestión se ha zanjado atribuyendo al Banco de España la competencia para la instrucción de todos los expedientes y la imposición de sanciones por infracciones graves y leves y reservando las de las infracciones muy graves al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, salvo / la de revocación de la autorización que se impondrá por el Consejo de Ministros. En este último caso nada se indica respecto de si la propuesta corresponde al Banco de España o al Ministro de Economía y Hacienda.

Igualmente se dictan normas de reparto de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas, atendiendo tanto a la materia en que consista la infracción como a criterios de orden territorial.

En cuanto a las normas procedimentales, siguen en términos generales, las directrices de la Ley de Procedimiento Administrativo, aclarándose los aspectos específicos que derivan de especialidad de la materia, dadas sus peculiaridades: extensión de la responsabilidad a quienes ejerzan cargos de administración, suspensión en el ejercicio de sus funciones, que puede ser decreta provisionalmente cuando resulte aconsejable para la protección del sistema financiero o de los sistemas económicos afectados y formas de cumplimiento de las sanciones impuestas, entre otras.

Ejercicio de actividades y uso de denominaciones reservadas a las entidades de crédito.

El Título II del Proyecto se ocupa, con carácter general para todas las entidades de crédito, de esta materia, actuando como norma refundidora de los preceptos específicos en que se regula el uso de denominaciones reservadas y tipifica una nueva infracción, con carácter de muy grave: la no atención al requerimiento que, en su caso, formule el Banco de España a una entidad que ejerza indebidamente actividades de crédito o uso de una denominación para la que no exista la previa y necesaria autorización. Quizá hubiera resultado técnicamente más correcta la inclusión de la tipificación de esta infracción en el título anterior.

Medidas de intervención y sustitución

Las materias reguladas en el Título III exceden, sin duda, de las propias de un texto de carácter punitivo. Nos remitiremo, por ello, al comentario general que, al principio, se ha hecho respecto de la significación del Proyecto. Comentario que estimamos especialmente válido en este punto por cuanto las medidas que pueden adoptarse en caso de crisis de entidades de crédito se encuentran en la actualidad dispersas en una pluralidad de textos legislativos y reglamentarios. Por ello, es - - esta una ocasión propicia para depurar el ordenamiento y fijar una regulación única, o al menos homogénea, aplicable, si no a todas, por sus peculiares características, sí al mayor número posible de entidades, derogando expresamente, y por vía tácita, las regulaciones anteriores.

De acuerdo con el artículo 32 del Proyecto, cuando una entidad de crédito se encuentre en una situación de excepcional / gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o de su estabilidad, liquidez o solvencia, podrá acordarse, de oficio o a petición fundada de la propia entidad, la intervención de la misma o la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección. Estas medidas se mantendrán hasta / que se supere la situación mencionada.

Se trata, pues, de medidas precautorias (intervención o sustitución provisional de órganos) que proceden sólo en circunstancias excepcionales, que habrán de apreciarse bien por la propia entidad, bien por las autoridades monetarias.

Cuando sea la propia entidad, corresponde indistintamente a los administradores, al órgano de fiscalización interna o a la minoría de socios capacitada para instar la convocatoria de una Asamblea o Junta General Extraordinaria. La legitimación de los órganos fiscalizadores parece referirse, fundamentalmente a la / Comisión de Control de las Cajas de Ahorros.

La competencia para acordar las medidas precautorias se / atribuye al Ministro de Economía y Hacienda, pero, en casos de excepcional urgencia, se faculta al Banco de España para su / acuerdo provisional, que habrá de ratificar por el Ministro en un plazo muy breve (tres días).

En el supuesto de intervención o sustitución de oficio habrá de darse audiencia a la entidad interesada, salvo que el / retraso pudiera comprometer gravemente la efectividad de la medida o los intereses económicos afectados. Si fuese recurrido el acuerdo, en reposición o alzada, se habrá de resolver en 15 días, pero el Proyecto no expresa cuáles serían las consecuencias jurídicas del incumplimiento de este plazo..

La intervención supone que los actos y acuerdos de cualquier órgano de la entidad no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin aprobación expresa de los interventores, con excepción / del ejercicio de acciones o recursos por la entidad de crédito.

La sustitución, por su parte, supone que los administradores designados tendrán el carácter de interventores respecto de los actos o acuerdos de la Junta General o Asamblea de la entidad de crédito.

Supuesto distinto de los anteriores es el contenido en el artículo 39 del Proyecto en el que se faculta al Ministro de / economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, para acordar la intervención, en caso de disolución de una entidad de / crédito, de las operaciones de liquidación si por el número de afectados o por la situación patrimonial de la entidad tal medida resultare aconsejable.

Disposiciones complementarias

Dentro de este título se comprende un conjunto muy variado de disposiciones.

1. Se introducen, en el Real Decreto legislativo 1298/1986, sobre adaptación del derecho vigente en materia de Establecimi

de crédito al de las Comunidades Europeas, la locución "entidades de crédito" en sustitución de la de "establecimiento de crédito", por entenderla más conforme con nuestra terminología financiera.

- 2.- Se modifican algunos preceptos de la Ley de Ordenación Bancaria para adecuarlos a la nueva Ley.
- 3.- Se dictan disposiciones de adaptación de la nueva Ley a la Caja Postal de Ahorros.
- 4.- Se regula, con carácter especial, la responsabilidad de los miembros de la Comisión de Control de las Cajas de Ahorros, tipificando sus infracciones, normas éstas que, quizá, tuvieron un más correcto encuadre en el Título I.
- 5.- Se someten expresamente a responsabilidad administrativa sancionable a las Sociedades de Garantía Recíproca y a las Sociedades de Reafianzamiento.
- 6.- Se aclaran las competencias de las Comunidades Autónomas en materia de tipificación de infracciones y se declaran básicos determinados preceptos del Proyecto.
- 7.- Se reordenan competencias entre el Ministerio de Economía y Hacienda y el Banco de España, atribuyendo a este último el control e inspección de todas las entidades de crédito y de las Sociedades de Garantías Recíprocas y de Reafianzamiento potenciando de esta forma sus facultades supervisoras del conjunto del sistema financiero.
- 8.- Se da nueva redacción a preceptos de la Ley General Tributaria y de la Ley sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios.
- 9.- Se atribuyen facultades reglamentarias al Gobierno para:
 - establecer y modificar el capital social mínimo de las Entidades de crédito.

- Extender a todas las entidades financieras los coeficientes de Caja, inversión, y recursos propios así como las obligaciones de información propias de los intermediarios financieros.
- Fijar y modificar normas de contabilidad y modelos de balances y cuentas de resultados.
- Obligar a las entidades de crédito a realizar un conjunto de actividades de carácter contractual formal que permitan a su clientela el mejor conocimiento de sus derechos y -- obligaciones.

Las disposiciones adicionales

También comprenden un importante conjunto de novedades que resumidamente enumeramos:

- 1.- Adaptación de la Ley de Ordenación del Seguro Privado al nuevo texto.
- 2.- Aplicación formal de la nueva Ley a las Instituciones de Inversión Colectiva y adaptación de sus normas a la nueva situación legal.
- 3.- Obligación de que las entidades de crédito tengan en todo caso representado su capital por acciones nominativas.
- 4.- Modificación de la Ley de Ordenación Bancaria sometiendo a deber de información toda participación en un banco español que, directa o indirectamente, suponga titularidad o control del 5% o más del capital social, y a previa autorización la participación del 15% o más del capital social.
- 5.- Necesidad de autorización, en todo caso, para las absorciones y fusiones bancarias, modificando Ley de Ordenación Bancaria que sólo la exigía cuando llevaran anexo el control.

- 6.- Suspensión, para las entidades de crédito, de los límites establecidos por la Ley de Sociedades Anónimas y por la Ley 211/1964, para la emisión de obligaciones y ampliación de la posibilidad de emisión de cédulas hipotecarias.
- 7.- Modificación de las condiciones de captación de pasivo de las Entidades de Financiación, Sociedades de Arrendamiento Financiero y Sociedades de Crédito Hipotecario.
- 8.- Nueva regulación general de las operaciones de arrendamiento financiero, modificando su tratamiento fiscal para limitar el régimen de las amortizaciones.
- 9.- Atribución de facultades reglamentarias al Banco de España, con carácter general, pero exigiendo en todo caso habilitación expresa.
- 10.- Modificación de la Ley de Régimen Fiscal de determinados activos financieros en el caso que se retribuyeran parcialmente con rendimientos implícitos.
- 11.- Sometimiento al deber de información propio de las entidades de crédito de aquellas otras que, no ostentando esta condición, ni la de Instituciones de Inversión Colectiva, Agente de Cambio y Bolsa, Corredor de Comercio o Sociedad Instrumental de Agentes Mediadores, ofrezcan al público la prestación de servicios financieros o la realización de operaciones financieras de activo o de pasivo.
- 12.- Se modifican los preceptos del Real Decreto 1885/1978, sobre sociedades de Garantías Recíprocas, relativas al derecho de voto y a los miembros del consejo de administración.
- 13.- Se modifica la Ley de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros en cuanto a la consideración, a efectos de recursos propios, del capital, dando entrada a un nuevo concepto:

el de cuotas participativas de las Cajas de Ahorros cuyo diseño definitivo se deja al poder reglamentario gubernamental.

* * *

Este es, someramente expuesto, el contenido básico de un importante proyecto de ley en el que, es de esperar, el debate parlamentario resultará fructífero, dada su gran trascendencia para la adecuación de nuestro sistema financiero a la nueva situación de libertad y correlativa responsabilidad en la que ya se está moviendo. Son muchos los puntos que se brindan a más / amplios comentarios pero la extensión de los mismos ha debido ser sacrificada a la necesidad de dar una pronta noticia general sobre su contenido.

OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE ACCIONES

Un planteamiento general de problemas.-

Las ofertas públicas de adquisición de acciones -en adelante, OPAS- constituyen una técnica relativamente joven utilizable para conseguir el control de sociedades y, frecuentemente, en un segundo paso, alcanzar un mayor grado de concentración empresarial.

Esta técnica aparece en Inglaterra, tras la segunda guerra mundial, por razones muy diversas. Una de ellas fué la de conseguir beneficios importantes mediante la liquidación de empresas que tenían importantes reservas como consecuencia de las limitaciones establecidas para el reparto de dividendos. Pero no la única; pronto se puso de manifiesto que el mecanismo de las OPAS podrá ser un instrumento eficaz para adquirir el control de otras sociedades, remodelar sus consejos de administración y proceder a fusionar empresas con objeto de alcanzar una dimensión más adecuada para actuar eficazmente en los mercados.

La ágil economía norteamericana, regulada también por un ordenamiento jurídico estrechamente emparentado con el británico, pronto asume el instrumento como especialmente útil para empresas habituadas a actuar en mercados muy competitivos en los que la agresividad financiera y comercial es una de sus notas distintivas y que son proclives a utilizarlo como método de lucha empresarial.

Más lentamente y con características distintas el sistema se extendió a otros países (Alemania, Italia, Francia, Bélgica) y al nuestro, en el que, tras las recomendaciones de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores de 1977, es objeto de regulación por el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, derogado y sustituido posteriormente por el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero. La virtualidad de esta norma para solucionar los problemas prácticos que las OPAS presenten en nuestros días es el tema que, recientemente, ha acaparado la atención del mundo financiero.

En efecto, la fallida operación planteada por el Banco de Bil--

bao para hacerse con el control de Banesto y proceder posteriormente a la reordenación de estas dos grandes entidades bancarias con objeto de alcanzar una dimensión suficiente para afrontar - los retos que supone nuestra integración en el Mercado Común Bancario, ha planteado, incluso con brusquedad, los grandes temas - que aparecen implicados en el funcionamiento de las OPAS.

Temas que, con afán de síntesis, son reconducibles a dos - grandes grupos: los atinentes al Derecho de Sociedades y los relativos al mercado bursátil.

La OPA, de una parte, supone una transmisión de acciones calificada porque acarrea un efecto básico de control de una sociedad por otra, lo que supone, casi necesariamente, la ocupación de -- puestos en el Consejo de Administración de la sociedad controlada. Es claro que si la OPA ha sido negociada entre ambos Consejos no tienen por qué producirse fricciones, pero si se trata de una OPA "hostil", como se ha denominado, o agresiva, habrá que plantearse si se ha de conceder cierta capacidad de respuesta al Consejo de Administración de la sociedad cuya ocupación se pretende o debe quedar inerte ante la decisión, en uno u otro sentido, que podrán adoptar los accionistas.

En segundo lugar, respecto de los accionistas de ambas sociedades, la rapidez con la que la operación tiene que desarrollarse implica, por parte de los de la sociedad oferente, la imposibilidad práctica de suministrarles información de los propósitos del Consejo de Administración al diseñar y ejecutar la operación financiera. Por parte de la sociedad a la que se dirige la oferta, los accionistas pueden tener que asumir el riesgo de decidir cuál de las posibles ofertas es la más conveniente a sus intereses y, en todo caso, en cuanto que el contravalor que se les ofrecerá - por sus acciones es distinto del de cotización, pierden -aunque sea favorable- la guía segura del mercado bursátil. Su reflexión muy bien podría ser: "si se me ofrece X más de lo que marca el -

mercado (cotización) por mis acciones: ¿es realmente su valor el ofrecido o, en puridad, habría de ser más alto?". La perplejidad del accionista puede, además, y como hubiera podido ocurrir en el reciente caso español, verse agudizada por ofertas competidoras que no fueran homogéneas: una ofreciendo títulos y dinero y otra ofreciendo sólo efectivo. ¿Cuál hubiera sido el valor de cotización de los títulos ofrecidos una vez terminada satisfactoriamente la operación?. Y un punto que, especialmente para el accionista puede tener un interés fundamental: ¿Cuál es el coste fiscal de la operación?.

Más aún, la toma de control de la sociedad puede tener designios muy distintos: desde el mantenimiento de las entidades separadas (aunque unidas ahora por vínculos financieros) hasta la fusión o la simple liquidación de la sociedad ocupada. ¿Son éstas decisiones que han de resolverse en el ámbito puramente privado o, al menos en algún caso, los poderes públicos pueden tener algo que decir?. Sin entrar en mayores profundidades es claro que la fusión, en su caso, tiene su suerte absolutamente vinculada a que los poderes públicos conceden o no los beneficios fiscales necesarios para que su coste fiscal no haga imposible la operación. Y cabe preguntarse ¿Es adecuado el régimen vigente en España para estos supuestos? El tratamiento de los valores mobiliarios que rige en nuestro país respecto de los incrementos de patrimonio puede suponer impedimentos importantes, en la medida en que el régimen especial de las fusiones no ampararía las operaciones de transmisión de los títulos anteriores al planteamiento y ejecución de la fusión propiamente dicha.

- Posibles soluciones.-

1.- ¿Materia legal o materia reglamentaria?.-

La enumeración de cuestiones básicas que acaba de realizarse muestra, en primer término, la íntima conexión en que se mueve la regulación de las OPAS con aspectos fundamentales del Derecho de Sociedades, contenido, en su parte sustancial en normas de --

rango legal. Pues bien, si la regulación de las OPAS se contiene en un Decreto es obvio que tal norma reglamentaria se verá limitada por las prescripciones legales contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas y que sus resultados aplicativos no podrán ir en contra de los mandatos de esta última disposición.

La pregunta que inmediatamente se plantea es, justamente, la de si no sería necesario o, al menos, conveniente, que las normas reguladoras de las OPAS tuvieran el mismo rango que las que fijan el régimen de las sociedades. Para, de esa forma, hacer posible la existencia de reglas especiales que primaran sobre las generales, en aquellos aspectos concretos de la materia que pudieran resultar imprescindibles.

En esta misma línea, y en el caso español, podría pensarse en incluir la regulación de las OPAS en las previstas reformas de la Ley de Sociedades Anónimas. Es evidente que esta última reforma se viene encuadrando por las directrices comunitarias en materia de sociedades y que el derecho comunitario, en punto a OPAS, se encuentra todavía en la fase de estudios previos (Informe Pennington) sin que parezca haber avanzado sustancialmente. Pero esta situación de hecho no puede hacer olvidar la oportunidad que el legislador español tiene en el momento presente.

2.- OPAS y Derecho de Sociedades.-

La experiencia española reciente ha puesto de manifiesto, ante todo, dos cuestiones. La primera es la necesidad de enfocar de forma totalmente diferente el análisis de la situación cuando se trate de una OPA negociada que cuando estamos en presencia de una OPA hostil o agresiva, ya que es en este segundo supuesto cuando se plantean problemas, e incluso, como muestra la práctica internacional, puede afirmarse que se reduce notoriamente el porcentaje de operaciones que tienen éxito.

La segunda cuestión que ha quedado de manifiesto es, al menos, la imprecisa regulación que el Real Decreto de 1984 proporciona,

lo que plantea, a su vez, un problema de política legislativa: ¿en qué sentido ha de variarse la regulación de la materia? o, incluso, ¿Debe variarse? La respuesta a esta segunda cuestión es, en principio, más sencilla que a la primera: aunque sólo sea para evitar - el conjunto de dudas -sustantivas y procedimentales- que han quedado en el aire, parece que sería oportuno reglamentar el tema.

Si se aceptan los razonamientos anteriores puede resultar útil someter a revisión las dudas que han surgido en la práctica española para buscar los caminos posibles de clasificación en una futura nueva normativa.

A.- Problemas competenciales.-

La primera cuestión que, a nuestro entender, merecería atención es la de determinar cuál es el organismo o autoridad a quien debería corresponder la ordenación del procedimiento a través del cual se desarrolla este tipo de operaciones. En nuestra actual regulación es la Junta Sindical (o las Juntas Sindicales de las diversas bolsas) la que asume el papel preponderante. y ello, a pesar de que la OPA es, realmente, una operación extrabursátil, pues el precio de las acciones se fija al margen del mercado. No obstante, en la medida en que la operación afectará al desarrollo de las transacciones bursátiles, la intervención de estos órganos está plenamente justificada.

Ahora bien, por otro lado, en cuando que de la OPA puede resultar un proceso de fusiones que afecte a la economía nacional, puede justificarse, asimismo, la intervención de la autoridad económica. Así, en Francia, la formulación de la OPA exige autorización previa del Ministro de Economía y Finanzas.

El primer punto de reflexión que se suscita es, en consecuencia, el de si resulta o no conveniente esa intervención de la autoridad económica, directa o incluso previa, aunque sólo sea en casos excepcionales, para moderar previsibles intervenciones públicas - excesivamente dirigistas. Hallar un punto de equilibrio en este -

tema parece que debería ser esencial en una reelaboración de nuestro esquema normativo.

En segundo lugar, convendría aclarar algunos puntos de nuestro ordenamiento en cuanto a la tramitación de las OPAS, cuando éstas afecten a títulos que cotizan oficialmente en varias Bolsas o Bolsines. A nuestro entender, ha sido -una vez más, la redacción incorrecta del Real Decreto que reglamenta estas operaciones la que ha dado origen a interpretaciones extrañas. En efecto, el artículo 10 del Real Decreto de 1984 no ha sabido distinguir con claridad los dos supuestos diferentes:

1.- Que el valor sólo cotizará en una Bolsa. En este caso, es claro 1) que la resolución sobre la tramitación de la OPA corresponde en exclusiva a la Junta Sindical de esa Bolsa. 2) que la resolución denegatoria o el silencio son recurribles en alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda.

2.- Que el valor coticen en varias Bolsas. En este caso debe haber, para la tramitación de la OPA acuerdo positivo de todas las Juntas Sindicales y si alguna se opusiera o no dictara la resolución en plazo, automáticamente la competencia para resolver se -- atribuye al Ministerio de Economía y Hacienda. Lo contrario sería atribuir una competencia jerárquica superior a una Junta Sindical sobre las demás. En este supuesto, es claro que no habrá opción a recurso hasta el pronunciamiento ministerial; la decisión de una Junta Sindical contraria a las otras no es más que, por emplear -terminología administrativa, un "acto de trámite" no recurrible.

El problema interpretativo hubiera quedado salvado si el art. 10, apartado 1, hubiera hecho referencia al simple dato de que se refiere al primero de los supuestos planteados y si se hubiera regulado la materia relativa a recursos en un tercer apartado del propio precepto.

B.- Ampliaciones de capital: ¿"ex ante" o "ex post"?

Entrando ya en el ámbito del Derecho sustantivo, la OPA puede articularse de muy diversas formas. Puede, en efecto, ofertarse a los titulares de las acciones que se desean adquirir una cantidad de dinero, proponiendo así un contrato de compraventa. O bien puede también ofrecerse otros títulos o una contraprestación compleja de títulos y dinero.

En el caso de ofertar títulos, si éstos son acciones de la sociedad que ha realizado la OPA, puede ocurrir que se encuentren en la cartera de la sociedad oferente o que su Consejo de Administración cuente con la previa autorización de la Junta General de Accionistas para emitirlos. Pero, puede, asimismo, que haya de acordarse la emisión por esta última, porque no nos encontremos en ninguna de las situaciones anteriores.

En este último supuesto es donde se han planteado los problemas, a los que nuestro ordenamiento no ha tenido preparada una respuesta y sobre los que el legislador habrá de tomar posición en el futuro.

Una cosa es evidente. Una interpretación excesivamente rígida de las normas contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas puede hacer rigurosamente imposible la OPA agresiva. En efecto, si la operación se plantea en forma de permuta y las acciones de la sociedad oferente han de estar ya emitidas, la virtualidad del factor sorpresa queda anulada, pues el Consejo de Administración -- que proponga a sus accionistas la ampliación de capital habrá de poner de manifiesto sus intenciones.

A falta de previsión expresa por parte del Real Decreto de -- 1984, cuyo artículo 4º se limita a establecer que "la proposición contenida en toda oferta pública de adquisición de valores mobiliarios deberá formularse como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez" pero sin referirse a la posibilidad de que, en caso de permuta, los títulos no se encuentren ya emitidos, la

doctrina se ha visto obligada a suplir este vacío legal, admitiendo la posibilidad jurídica de la operación apuntada. El razonamiento seguido para ello ha sido distinto pero el resultado final puede considerarse común.

Bien sea partiendo de la idea de que la conclusión de los contratos en que se materializa el procedimiento de la OPA se somete a la condición de emisión de acciones o bien que este acto reviste un puro significado instrumental, que es un acto debido a la propia sociedad, los autores que se han ocupado del tema no han tenido inconveniente en aceptar la viabilidad de la operación.

También aquí simples retoques en la redacción del Decreto, aludiendo a títulos emitidos o "a emitir" hubiera podido salvar fácilmente el presunto escollo. Y ello sin perjuicio de que, si la regulación de la materia se realizara con el rango suficiente, pudiera sentarse un criterio distinto al mantenido por la Ley de Sociedades Anónimas en estos casos excepcionales.

Igualmente es la doctrina la que ya había resuelto el tema relativo al derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad oferente respecto de las nuevas acciones. Como es bien sabido el artículo 92 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que "en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas podrán ejercitar, dentro del plazo que a este efecto les conceda la administración de la sociedad y que no será inferior a un mes, el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional al de las que posean".

A esta norma, pese a su pretendido carácter general -"en toda elevación de capital...- ha de hacerse un repertorio de excepciones (supuestos de fusión, de conversión de obligaciones en acciones), etc) entre los cuales destacan el de las aportaciones no dinerarias, como es el caso, pues hay una permuta de acciones. Como señala el maestro Garrigues las acciones nuevas que no se desembolsan en dinero serán acciones que tienen destinatarios forzosos, frente a los que decae la preferencia de los accionistas.

3.- OPAS y mercado bursátil.

Ya hemos puesto de relieve que la OPA es, en puridad, una operación extrabursátil, pues hay un ofrecimiento de compra en el que el precio justamente, es distinto del que resultaría de la transacción en el mercado bursátil. Pero es igualmente evidente la repercusión que una oferta de este tipo ha de tener en el mercado de valores. De ahí que, la posibilidad de suspensión de la contratación prevista en el artículo 52 del Reglamento de las Bolsas, sea aplicable en estos casos. Este artículo prevé tal suspensión para casos de acontecimientos eventuales o noticias de fuente fidedigna cuyas consecuencias pueden afectar a la estimación de un título o a cualquier otra condición sustancial de los mismos. Y ello, además, sin perjuicio de la suspensión de la contratación y cotización de los títulos que, con carácter cautelar, prevé el propio Real Decreto, regulador de las OPAS.

Desde un punto de vista material, resulta más difícil vaticinar el impacto que, en la futura cotización de las acciones, puede tener una operación de este tipo. Y ello, tanto para las acciones ya en circulación como para las que, en su caso, haya sido necesario emitir. Jugarán todos los condicionantes que cabe esperar funcionen en el mercado.

4.- OPAS y fusiones: aspectos fiscales.-

La OPA en sí misma, no es objeto de ninguna norma fiscal especial. Son, pues, aplicables los principios generales que resultan del sistema tanto en lo que se refiere a la operación de transmisión de títulos como a las plusvalías o minusvalías que esa transmisión puede poner de manifiesto. Distinto es la posterior fusión de sociedades que, siendo objetivo final de la operación, pudiera producirse, a la que serían, en su caso, aplicables los beneficios que para estas operaciones prevén la Ley 76/1980 y su reglamento. (R.D. 2182/1981).

Lo que sería necesario replantear es, precisamente, si esos - beneficios fiscales, y muy especialmente los que se refieren al tratamiento de las plusvalías en los impuestos personales sobre la renta ya que al realizarse un canje de acciones -anterior a la fusión, se pueden producir incrementos de patrimonio por la diferencia entre el valor de los títulos que se reciban en la fecha del canje (o el de cotización inmediata anterior a la misma) y el de adquisición -sin perjuicio, naturalmente, de la posible aplicación de coeficientes de actualización.

Este incremento de patrimonio, que puede llegar a ser fuertemente gravado, en dependencia de las circunstancias de renta de cada sujeto pasivo, puede actuar como un elemento muy negativo para el buen éxito de la operación y lo cierto es que no hay, en nuestro sistema fiscal, mecanismo alguno que permita, lícitamente, corregir estos efectos.

Quizá sea este un nuevo punto de reflexión en la necesaria reconsideración del tratamiento de plusvalías bursátiles que, reiteradamente, se viene requiriendo por los expertos a la Administración.

EL AHORRO Y LA INVERSION
DE LAS
FAMILIAS ESPAÑOLAS

F. Alvira Martín
J. García López

EL AHORRO Y LA INVERSION DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS1. España entra en la sociedad del consumo

Desde los últimos diez años la familia española puede satisfacer cumplidamente algo más que sus necesidades elementales. La "Encuesta de presupuestos familiares 1980-81" señalaba con exactitud y otras, más próximas, vienen confirmando que la estructura de gasto de las familias españolas corresponde a la propia de un país desarrollado, con un descenso importante de la proporción de gastos de alimentación, al tiempo que se aprecia una mejora sensible en la posesión de automóviles, electrodomésticos y, en general, del equipamiento de los hogares. En 1987 -según la encuesta FIES- los porcentajes de posesión de bienes duraderos son muy altos y, al mismo tiempo, se advierte una amplia difusión de la posesión de los mismos en todos los estratos sociales, incluso en los grupos de población con escasos ingresos como son los parados o jubilados. Es cierto que: 1º sobreviven diferencias en la calidad del equipamiento doméstico según la renta de las familias; 2º para algunos bienes como lavavajillas, cadenas musicales, o automóvil, las diferencias en su posesión (1) son todavía muy grandes, y 3º, por último, los nuevos productos tardan en llegar a los hogares de menos renta; pero en siete años el 83% de los hogares ha venido a disponer de TV en color, y en cuatro años el vídeo se ha introducido en el 24% de las familias. No sucede igual respecto a la posesión de valores mobiliarios o a la participación de las familias españolas en los mercados de capitales. En 1985 (2) sólo el 10% de los contribuyentes del IRPF desgravaron por suscripción de valores mobiliarios. Obviamente, este porcentaje se reduciría al 7% si se tomara como base el total de hogares.

2. La propensión de ahorro no crece.

Hay un aspecto desfavorable en la mejora general de la vida del ciudadano, la formación de ese patrimonio doméstico, -basado en la vivienda propia, automóvil y equipamiento del hogar, se ha logrado con el sacrificio del ahorro. Se trata de que la propensión al (3) consumo es muy alta e, incluso, en períodos de crisis antes de reducir su nivel de consumo, -su "confort"-, los españoles prefieren ahorrar menos o, incluso endeudarse. Desde 1976 en la encuesta socioeconómica del FIES se mantiene una pregunta sobre la situación financiera de las familias. Los datos recogidos muestran una ligera tendencia de los hogares ahorradores a disminuir, a favor de los que gastan cuanto ingresan. En 1977, la proporción de ahorradores era de un 39%, en 1987, un 29%. En el mismo período el segmento de población que invierte en valores mobiliarios tampoco avanza. Para la mayoría de los ahorradores, la cuenta corriente, la libreta, el depósito a plazo o cualquier activo financiero que combine el plazo con una rápida disponibilidad de los ahorros financieros se prefiere sobre las inversiones en valores. La encuesta última del FIES muestra que esta preferencia por la liquidez proviene del destino que la mayoría piensa dar a sus ahorros: compra de vivienda para uso propio, seguridad económica ante gastos extraordinarios y, muy detrás, conseguir mayores ingresos. Es evidente la existencia de un desequilibrio entre el crecimiento del consumo privado, avivado por múltiples incentivos, y el desarrollo de unas pautas de ahorro dirigidas hacia inversiones financieras que, a la larga, proporcionen seguridad o rentabilidad.

3. Ahorrar es bueno; pero costoso.

Y, sin embargo... el ahorro se valora como algo deseable,

un comportamiento con buena imagen. Un 78% (4) de las familias está de acuerdo con que el ahorro es una virtud que se debe transmitir a las futuras generaciones, un 73% cree razonable ahorrar, a pesar de la inflación, grave problema para un 68% de los entrevistados, porque advierten, sin ninguna duda, la continua pérdida de valor de sus ahorros.

Al comparar la amplia conformidad con el tópico "ahorrar es bueno" en varios países de nuestro entorno se comprueba que España se sitúa entre los primeros, por encima de la media comunitaria.

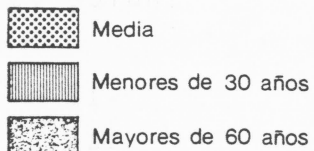
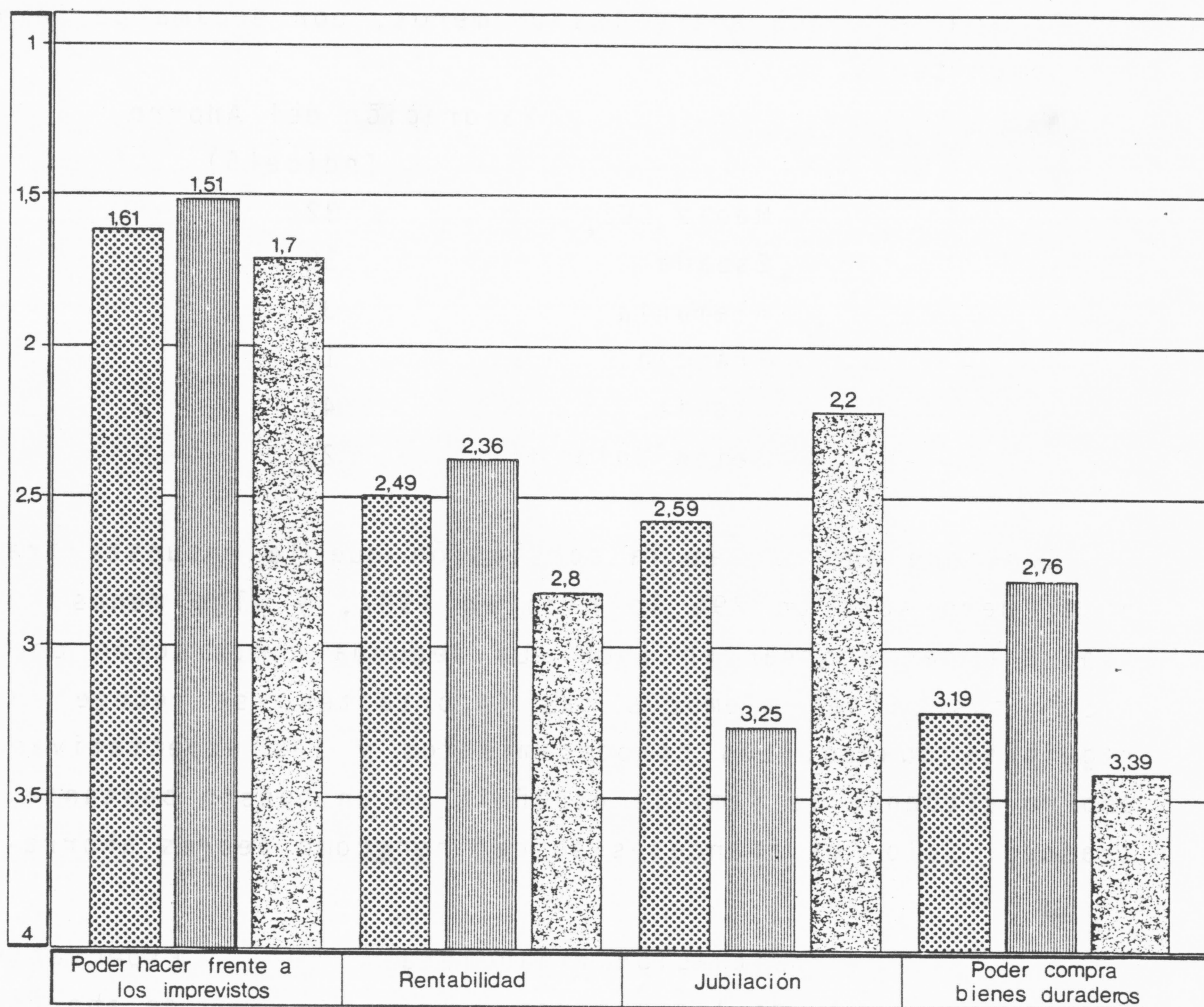
Valoración del Ahorro	
	Indice(5)
Media CCE	32
España	38
Alemania	31
Francia	18
Italia	43
Reino Unido	26

Conviene ahorrar es la conclusión que la encuesta transmite; pero solo un 29% lo hizo en 1987, y algo menos, 24%, espera poder ahorrar en 1988. La segunda comparación con la CEE y sus países miembros más importantes, se recoge en el siguiente cuadro. Los comportamientos y las expectativas de ahorro sitúan a la familia española en un puesto bastante retrasado. Solo los franceses se definen como peores ahorradores.

	Situación financiera de los hogares Indice (5)	Expectativas de ahorro Indice (5)
Media CEE	11	-11
España	3	-45
Alemania	18	14
Francia	-1	-37
Italia	15	- 4
Reino Unido	7	- 4

GRAFICO 1

IMPORTANCIA DE LAS FUNCIONES DEL AHORRO



dores, pero en relación a las expectativas, los españoles son los peores.

4) ¿Para qué ahorrar?

Disminuir su inseguridad económica es la principal función del ahorro para el español medio, como avala la ordenación recogida en el gráfico nº 1.

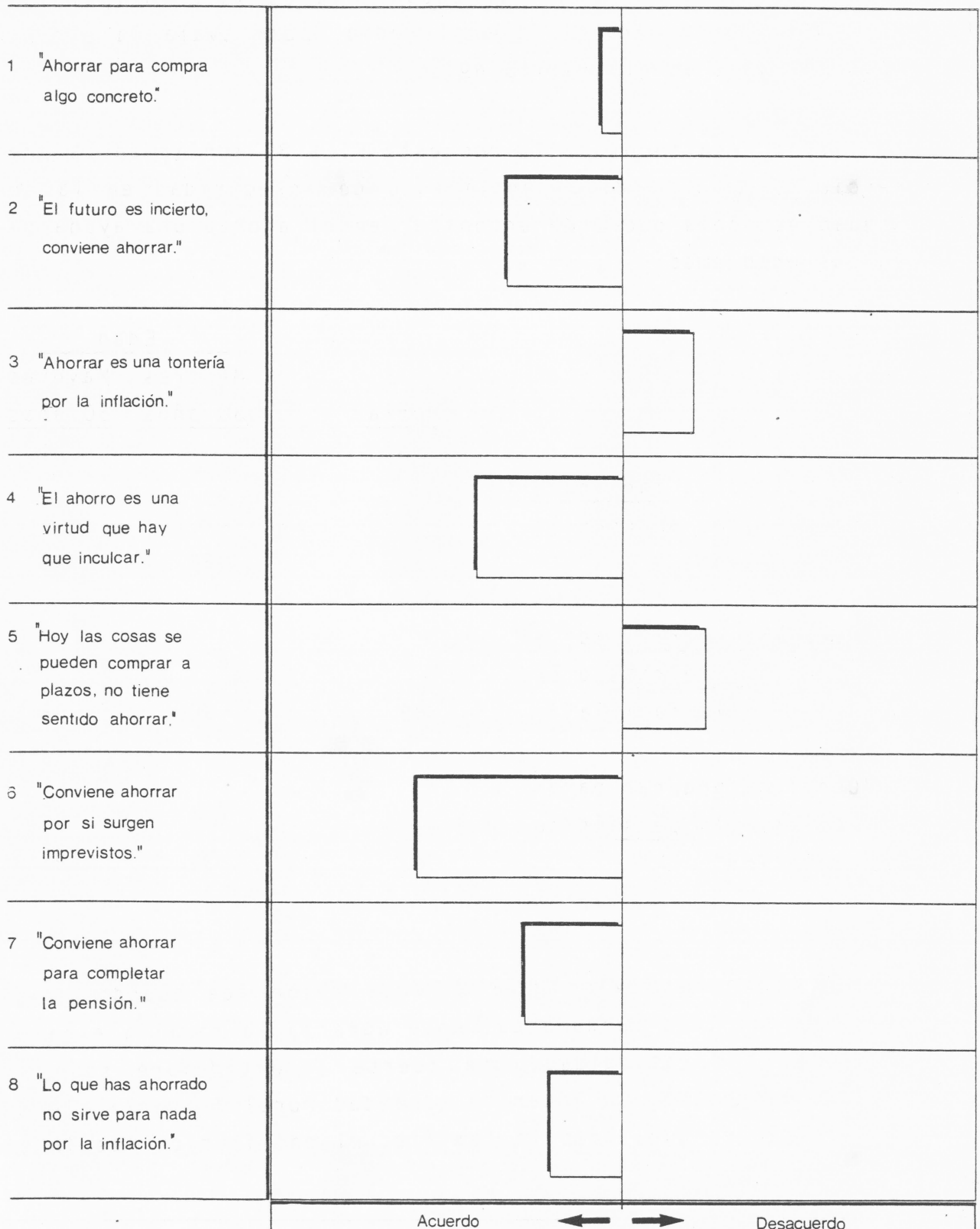
Otros resultados de la encuesta FIES 87 confirman la presencia de un extendido sentimiento de inseguridad en la sociedad española que cree encontrar en el ahorro una ayuda para sus problemas:

	<u>Media</u>	<u>Edad</u>	
		<u>Menores</u>	<u>Mayores</u>
		<u>30 años</u>	<u>60 años</u>
	%	%	%
* "El futuro <u>es tan incierto</u> que conviene ahorrar lo que se pueda"	71	63	76
* " <u>Conviene ahorrar</u> por si surgen <u>imprevistos</u> o problemas en la familia"	89	90	88
* "Conviene ahorrar para completar la <u>pensión</u> de jubilación"	67	34	85

A pesar de vivir materialmente mejor que cuando España era una sociedad fundamentalmente agraria, la familia española percibe, con rotundidad, una fuerte incertidumbre sobre su futuro económico. La anterior sociedad rural mantenía ciertas instituciones que, como la familia, el patrimonio, los insti-

GRAFICO 2

¿ PARA QUE AHORRAR ?



tutos religiosos cumplían la función de aminorar la inseguridad del individuo. En "una economía social de mercado", en el Estado del Bienestar, el Sector Público aspira a tomar para sí buena parte de aquella función. Su éxito se acredita en la medida en que los ciudadanos crean cumplida su necesidad de seguridad económica. La encuesta FIES 87 revela un largo camino aún sin recorrer para que el español sienta haber alcanzado un grado aceptable de esa seguridad. Como, por otra parte, la familia y otras instituciones de la sociedad civil han respondido rápidamente al cambio estructural del sector productivo de la sociedad y a la transformación de sus valores religiosos, el individuo, relativamente más desprotegido, exige, por una parte, mayores transferencias y servicios sociales del Estado, que, en su opinión, debe actuar como asegurador general de la sociedad civil y, en su defecto, sigue, contemplando al ahorro como el elemento fundamental para reducir su incertidumbre económica: "conviene ahorrar por si surgen imprevistos", "conviene ahorrar para completar la pensión de la jubilación".

Esta generalizada inseguridad se manifiesta de forma diferente a lo largo del ciclo vital del cabeza de familia. Para los más jóvenes el ahorro les asegura contra los gastos de una enfermedad, el paro, el nacimiento de un hijo, reponer un bien costoso. A medida que cumple años, el español, sin dejar de preocuparse por disponer de dinero para pagar un imprevisto, contempla con temor su jubilación. El 83% de los de más de 50 años y el 85% de los entrevistados de más de 60 años querrían ahorrar para completar su futura pensión. Es interesante exponer una segunda lectura de estos datos: 1º la mayoría considera insuficiente la cuantía de las pensiones o incluso, teme los futuros cambios legales del sistema, por lo que a medida que se aproxima su retiro de la vida activa, desearía más intensamente disponer de unas reservas financieras, 2º la extensión de la medicina social asegura un tratamiento gratuito a prácticamente toda la población española; sin embargo un amplio porcentaje de la misma -sin apenas diferencias de edad- opina que es conveniente

disponer de ahorros por si surgen imprevistos como la enfermedad y 3º un porcentaje significativo, 12%, de cabezas de familia activos considera posible perder su trabajo en el próximo año, y otro 6% son parados. Estas cifras de paro entre los cabezas de familia añaden más incertidumbre económica y refuerzan la necesidad del ahorro por motivos de seguridad.

5. Inflación y ahorro

A una amplia mayoría, 68%, le preocupa la pérdida del valor de sus ahorros por la inflación y hay un acuerdo general con la propuesta de que el alza de los precios hace que, en pocos años, el dinero ahorrado sirva para adquirir muchas menos cosas que en el presente. Un proceso continuo de alza de precios ha configurado la experiencia financiera de todos los españoles, que perciben con claridad la diferencia entre pesetas de cada año y pesetas constantes. Sin embargo, la inflación no ha provocado una ruptura con la valoración del ahorro como una virtud. El español de 1987 mantiene que el ahorro es algo bueno, aunque: "ahorrar exige mucho sacrificio" y "los gastos impiden ahorrar una peseta a la gente normal". La inflación aparece en un tercer puesto de las razones para no ahorrar: "cuando se va a echar mano del ahorro, el dinero ahorrado vale poco"; mientras que una actitud decididamente consumista y apoyada en el crédito para cubrir los imprevistos aparece distanciada, en el último lugar de los factores contrarios al ahorro.

Ciertamente, a nivel de comportamiento el español es más proclive a consumir que a ahorrar. Hay una disociación entre el reconocimiento del ahorro como un valor social, útil para los individuos y su deseo de disfrutar de los nuevos bienes. El consumidor salva esta disonancia al racionalizar su conducta basándola: 1º en la insuficiencia de sus ingresos para -- mantener el grado de confort - que él mismo define como

GRAFICO 3

PREFERENCIAS DE INVERSION RESPECTO A SU REVALORIZACION



necesario- y, simultáneamente, ahorrar y, 2º en el deterioro de la capacidad de compra de sus ahorros por la inflación. A nivel de ideas, el español cree en el ahorro como una virtud, un factor de tranquilidad que le permitiría afrontar los riesgos económicos de su vida y adquirir los bienes materiales que precise; pero se decide por adquirir bienes que hoy cuestan menos que mañana.

La inflación es, por tanto, una calamidad con la que hay que convivir adecuando el comportamiento económico a su evolución. El consumidor gasta y el ahorrador ahorra aunque los precios de las cosas suban; pero el destino último de ese ahorro, la inversión, estará influido por las expectativas de revalorización.

Para invertir racionalmente, el ahorrador necesitaría conocer las posibilidades de defensa del valor de su dinero que les ofrecen las distintas opciones de inversión. La encuesta revela un notable desconocimiento de la población respecto a este tema. Sólo un pequeño sector dispone de información y tiene una opinión sobre el destino de sus ahorros para protegerles de la inflación. La mayoría, 77%, de los entrevistados es incapaz de exponer sin ayuda alguna idea para prever la pérdida real de sus ahorros. En cambio, cuando se les mostró un cuadro de posibles inversiones los entrevistados sí fueron capaces de valorarlas en relación a mantener el valor del dinero invertido (ver gráfico nº 3).

Al examinar los datos del gráfico nº3 se observa que las familias españolas consideran los gastos en educación de los hijos como la mejor inversión posible. Detrás de estas respuestas se encuentra la alta valoración que, según el público, el sector productivo concede a la formación y su estrecha relación con las retribuciones laborales. Es importante comprobar que el coste de educación se considera una inversión, la mejor, porque la formación adquirida no se deteriora con el alza de los precios. A continuación, los españoles sitúan

CUADRO Nº 1
Las inversiones de los españoles

	<u>En los últimos</u> <u>cinco años</u>	<u>En el último</u> <u>año</u>
	%	%
1. Reformar o reparar la casa	55	47
2. Pagar créditos o préstamos	30	31
3. Comprar vivienda o pagar sus plazos	27	22
4. Pagar primas de seguros - distintos del seguro del automóvil	20	18
5. Montar o ampliar negocio	13	9
6. Comprar Deuda Pública	12	8
7. Comprar acciones	10	8
8. Alguna tierra	4	1

Suman más de 100 porque pueden haber realizado varios tipos de inversión.

tres tipos de inversión en bienes reales: vivienda propia, equipamiento del hogar y tierras. Interesa señalar la distinción entre la compra de una vivienda para uso propio y para alquilar que parece motivada por la vieja normativa sobre alquileres.

La decisión de invertir en un negocio, o ampliación del propio, está relacionada con su espíritu de empresa y las expectativas de conseguir un excedente que supere los rendimientos de otras opciones de inversión. El gráfico nº 3 muestra una situación relativamente mala en España. La inversión privada en "negocios, -en consideración a la muestra los sujetos serían pequeños empresarios o, incluso, autónomos-, se sitúa muy por detrás de la compra de bienes reales, para disfrutarlos y se considera poco mejor que el depósito a plazo (sin revalorización). Esta es la respuesta generalizada, incluso, entre los trabajadores por cuenta propia (índice 20). Pero hay un dato positivo: los cabezas de familia menores de 30 años presentan un índice 37, muy superior a la media. Este valor del índice señala un positivo crecimiento del espíritu de riesgo -que implica cualquier actividad empresarial- entre los más jóvenes.

La compra de valores de renta fija (Deuda Pública) o de pisos para alquilar muestra unos índices, 6 y 3, próximos al equilibrio entre quienes las consideran inversiones buenas y quienes malas. Por último, la inversión en Bolsa y dedicarse a prestar dinero se valora mal por el público.

En resumen, el español medio que en un 73% tiene vivienda propia y el equipamiento de su hogar es bastante elevado, no está suficientemente motivado para ahorrar o invertir sus ahorros financieros. Si no es en mejorar su nivel de vida material, su conducta como inversor responde a los criterios que mantiene para valorar las diferentes opciones propuestas, respondiendo a unos criterios tradicionales.

6. El destino del ahorro

El comportamiento inversor responde fielmente a las ideas que los consumidores tienen sobre la diferente revalorización de los activos y su deseo de seguridad. La vivienda y su equipamiento han ocupado un puesto preferente en las inversiones de las familias en los últimos años (ver cuadro nº 1).

En otra pregunta de la misma encuesta, los entrevistados estimaban los gastos medios de reformas o reparaciones de su vivienda en unas 62.500 pts/año. Las inversiones en valores mobiliarios y en negocios van muy por debajo de los pagos por créditos (préstamos para adquirir vivienda, reformarla o mejorar su equipamiento). En definitiva, según los españoles su ahorro se traduce, fundamentalmente, en una mejora final de su confort, su estilo de vida. También merece subrayarse el despegue del seguro. En la encuesta se comprueba que el porcentaje de los que pagaron primas por los seguros distintos del automóvil es superior al porcentaje de los que invirtieron en valores mobiliarios.

7. Inversión y renta familiar

La encuesta FIES 87 dirigida a los hogares muestra las preferencias de la familia española hacia distintas inversiones. Sus resultados revelan una elevada coherencia en las respuestas. Lo mismo si se examina el cuadro nº 1 con los datos sobre inversiones realizadas que si se observa el gráfico -- nº 3 con la imagen sobre las mejores inversiones para proteger el dinero de la inflación, la adquisición de vivienda para uso propio y el equipamiento del hogar y su mejora ocupan un primer lugar en la elección de los entrevistados. La inversión en valores mobiliarios (renta fija y variable) se sitúa muy detrás y preocupa sólo a un grupo reducido que puede cifrarse en torno al 12% de la población. Invertir directamente en actividades empresariales, tampoco es muy apreciado, incluso entre los trabajadores por cuenta propia.

Estos primeros resultados sobre las preferencias y actitudes inversoras de los españoles tienen limitaciones que es

preciso subsanar para disponer de una información cuantificada y más rigurosa sobre el comportamiento económico de las familias.

Al simultanear el análisis de la encuesta con el examen de datos de otras fuentes se comprueba la coherencia de una con otra clase de información, además de superar los siguientes problemas planteados por la encuesta.

* Un fallo importante de la técnica de encuesta para investigar cuestiones relacionadas con la economía familiar reside en la resistencia de los entrevistados a cuantificar sus ingresos, ahorros o gastos, lo que obliga a utilizar métodos indirectos para obtener una distribución del consumo o de la inversión familiar por renta.

* Por otra parte, el tamaño de la muestra impone una representación muy pequeña de las familias con elevada capacidad económica y, ese pequeño número de familias, es además, muy reticente a hablar respecto a sus inversiones o cualquier otra cuestión relacionada con su situación financiera.

Estas limitaciones inducen a buscar otras vías complementarias de información. En este caso los datos sobre el IRPF de la Memoria de la Administración Tributaria de 1986 han servido para ofrecer, en una primera aproximación, una respuesta cuantificada por escalones de renta sobre la inversión en vivienda, en valores mobiliarios y en los pequeños negocios personales o actividades profesionales. Las cifras del anexo estadístico deben tomarse como un intento y los autores son conscientes de las siguientes limitaciones: 1º la información se refiere sólo a poco más de los siete millones de hogares que presentaron declaración de la renta de 1985, 2º en la Memoria no hay información sobre el resto de las familias, aunque esta tercera parte sea, evidentemente, la de menor capacidad económica y, por tanto, con una inversión muy pequeña, 3º la ocultación en menos de los ingresos decla-

rados y/o el aumento de las deducciones es otro sesgo importante. Parece admisible sostener que las cantidades desgravadas por inversión son, en todo caso, cifras máximas, mientras que los ingresos recogidos son cifras disminuidas por el fraude, 4° la base imponible y no los ingresos íntegros han servido para establecer los tramos.

Expuestos estos reparos a las cifras utilizadas, el estudio del anexo ha permitido llegar a las siguientes conclusiones:

1° La vivienda es la principal y más popular inversión como la encuesta avanzaba. Prácticamente una cuarta parte de las familias (23,5%) invirtió una media de 229.031 pts. en su vivienda en 1985. Para el total de familias con declaración la media fue de 53.856 pts, lo que representó un 3,8% de sus ingresos netos.

RESUMEN DEL ANEXO ESTADISTICO

	<u>% Inversores sobre con tribuyentes</u>	<u>Cantidad media invertida por familia</u>	<u>Cantidad media por familia inversora</u>	<u>Proporción de la inversión respecto a la base imponible</u>
Vivienda propia	23,5	53.856	229.031	3,84
Valores mobiliarios	10,8	42.269	389.312	3,01
En negocio o profesión	1,7	15.753	962.967	1,12
Media por familia declarante IRPF		111.878		7,97

2° Escasamente el 11% de las familias adquirieron valores con derecho a desgravación por un importe medio de 389.312 pts. superior a la media de inversión en vivienda; pero siendo el porcentaje de estos inversores menos de la mitad que el de inversores en vivienda, la inversión media por familia fue de 42.269 pts, el 3,01 de la base imponible.

3º Sólo un 1,7% de los contribuyentes por IRPF hicieron inversiones en sus negocios familiares con la suficiente entidad para deducir de sus bases imponibles. Quienes se desgravaron, lo hicieron por cantidades importantes, lo que implicaba una inversión media de 962.927 pts. Sin embargo, la inversión media por familia fue de 15.753 pts, o sea 1,12% de la base imponible media.

4º La inversión media de cada familia con declaración en vivienda, valores mobiliarios y negocio ascendió a 111.878 pts. Al ser la base imponible media algo más de 1.400.000 pts, el porcentaje de inversión fue de 7,97% de esa base.

5º El porcentaje de inversión más alto en relación a la base imponible aparece en el tramo de 9 a 13 millones, formado por unas 13.000 familias que representan el 0,18% de las familias con declaración. Estas familias ofrecen el siguiente cuadro de inversiones:

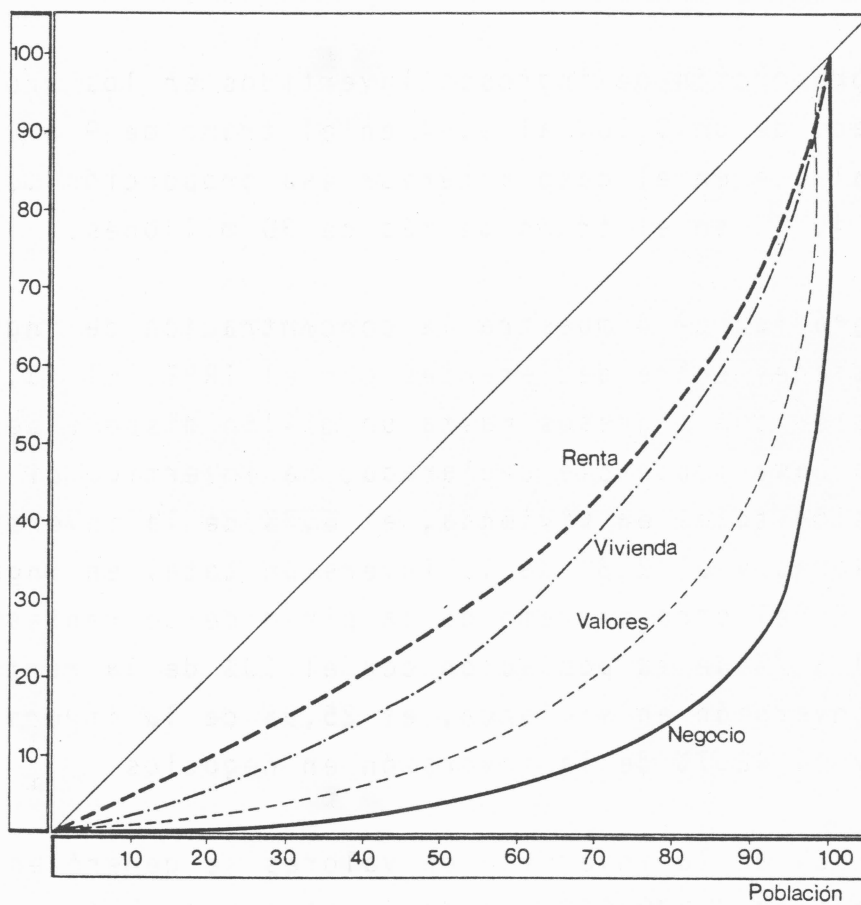
<u>Negocio</u>	<u>Valores</u>	<u>Vivienda</u>	<u>Total inversión</u>
9,44%	9,73%	4,51%	23,68%

Aparentemente, parece extraño que las 9.500 familias del tramo siguiente con una base imponible superior a los 13 millones de pts. invierta en menor proporción en vivienda, valores u negocios familiares. La inversión de este 0,13% de familias se debe dirigir a otras fórmulas no recogidas en la Memoria como son fincas, solares, inmuebles, participación en sociedades no cotizadas o sin derecho a desgravación.

De tal modo, para el 99,8% de las familias la propensión a invertir en vivienda, valores desgravables y negocios personales crece con la renta, desde un 3,81% a 23,68% disminuyendo al 15,18% en el último tramo.

6º La inversión en vivienda crece desde un 2,66% de la base imponible a 3,60 para un aumento de 1.000.000 a 1.400.000

GRAFICO 4
LAS INVERSIONES: VIVIENDA, VALORES
MOBILIARIOS Y NEGOCIOS POR INGRESOS



pts de base. En los siguientes tramos el aumento del porcentaje de ingresos destinados al pago de la vivienda propia crece lentamente con los ingresos hasta el tramo de 3 a 5 millones. Para mayores ingresos disminuye la parte de renta dedicada a pagar la vivienda propia.

7º La proporción de ingresos destinados a inversión en valores mobiliarios crece desde 0,9% a un 9,73% para el tramo de 9 a 13 millones de ingresos reduciéndose en los dos últimos tramos.

8º La proporción de ingresos invertidos en los propios negocios crece de un 0,16% al 9,44 en el tramo de 9 a 13 millones. Igual que en el caso anterior esa proporción se reduce hasta el 4,74% en el tramo de más de 30 millones.

9º El gráfico nº 4 muestra la concentración de ingresos e inversiones entre declarantes por el IRPF. El 43,7% de la población con ingresos hasta un millón dispone del 20,36% de la base imponible declarada, ha invertido el 16,7% de la inversión total en vivienda, el 6,7% de la inversión total en valores y el 2,8% de la inversión total en ingresos personales. En el otro extremo de la pirámide de rentas se encuentra el 1,7% de la población con el 10% de la renta, el 7,7% de la inversión en vivienda, el 25,9% de la inversión en valores y el 48,7% de la inversión en negocios.

10º El 62% de la inversión en valores se generó en el estrato de más de 2.200.000 pts de renta que representa el 13,6% de los contribuyentes o 9% de la población total (sin considerar el fraude fiscal).

11º El análisis de la Memoria de la Administración Tributaria de 1986 ofrece, por tanto, unas conclusiones muy parecidas a las de la encuesta FIES 1987: la inversión en vivienda propia está muy generalizada y ha venido cubriendo una doble necesidad de la familia. Por una parte, su utilización para disponer de un hogar o domicilio ante una escasa e

inadecuada oferta de vivienda en alquiler y, simultáneamente, la fuerte revalorización del patrimonio inmobiliario -- aconsejan la compra de la vivienda propia a las familias como inversión. La deducción fiscal del 15% al 17%, ha representado una reducción en torno al 3,4% de las cuotas íntegras del IRPF con una mayor incidencia en los estratos inferiores, 3,6%, porcentaje que baja al 2,4% en el tramo de 5 a 7 millones y sólo es el 0,6% en el de más de 30 millones. La inversión en valores muestra grandes diferencias por niveles de renta.

El bajo porcentaje de inversores en valores mobiliarios, 9%, del total de hogares españoles, y la fuerte concentración de las cantidades invertidas en los tramos superiores de renta revelan una fuerte desigualdad por motivo de renta en la estructura de las inversiones en España. Por una parte, una amplia mayoría, en torno al 65% de las familias, invierte en su vivienda, mejora su equipamiento doméstico o mantiene -- sus excedentes en los bancos o las cajas. Sólo las familias con ingresos superiores a los 2 millones de pts invierten en un abanico más amplio de opciones. La estructura de inversiones es mucho más desigual que la de consumo en la sociedad española.

NOTAS:

- (1) Distanciamiento =
$$\frac{\% \text{ de posesión del bien en la cuarta cuartilla de renta}}{\% \text{ de posesión del bien en la primera cuartilla de renta}}$$
- (2) "Memoria de la Administración Tributaria 1986", pág. 497, M^o de Economía y Hacienda. Secretaría de Estado de Hacienda.
- (3) José Castillo Castillo 1987 "Sociedad de consumo a la española"
- (4) Este porcentaje y los demás que aparecen en la nota corresponden a las respuestas obtenidas en la encuesta FIES del ISC de octubre-noviembre 1987.
- (5) Los índices, según la formulación de la CEE (D.G. des -- Affaires Economiques et Financieres) son el resultado de la suma algebraica de los valores positivos 1, ó 0,5 y negativos $\frac{-1}{2}$, -1. El campo se extiende de +100 a -100.

ANEXO ESTADISTICO

INVERSION EN VIVIENDA, VALORES MOBILIARIOS Y NEGOCIOS PERSONALES (1985) (1)

Niveles de renta base imponible (10 ³ pts)	Número declaran- tes I.R.P.F.	Frecuencia acumulada	DECLARANTES CON DEDUCCION EN:						CANTIDADES DEDUCIDAS (Valores absolutos)		
			Vivienda		Valores		Negocios		Vivienda	Valores	Negocios
	(1)	(2)	absolutos (10 ³)	porcentaje (4)	absolutos (10 ³)	porcentaje (6)	absolutos (10 ³)	porcentaje (8)	(9)	(10)	(11)
1. Hasta 1.000	3.084	43,7	422	13,7	104	3,4	18,7	0,61	8.563	3.180	473
2. 1.001 a 1.400	1.584	66,2	405	25,6	142	9	18,8	1,2	10.843	4.949	862
3. 1.400 a 1.800	933	79,4	284	30,4	132	14,1	14,3	1,5	9.527	5.486	1.001
4. 1.801 a 2.200	497	86,4	170	34,2	95	19,1	11	2,2	6.602	4.589	887
5. 2.201 a 3.000	485	93,3	189	39	117	24,1	15,3	3,1	9.144	6.906	1.706
6. 3.001 a 5.000	354	98,3	147	41,5	122	34,4	20,4	5,8	9.919	10.324	3.638
7. 5.001 a 7.000	72	99,3	28,3	39,3	34	47,2	8	11,1	3.157	4.667	2.406
8. 7.001 a 9.000	22	99,6	7,3	33,2	10	45,5	3,5	15,9	1.226	2.340	1.516
9. 9.001 a 13.000	13	99,8	3,6	27,7	6	46,2	2,6	20	859	1.846	1.679
10. 13.000 a 30.000	7,7	99,9	2	25,9	3,7	48,1	1,8	23,3	677	1.943	1.750
11. más de 30.000	1,8	100	0,4	22,2	1	55,5	0,5	27,7	277	1.482	747
TOTAL	7.055	100	1.659	23,5	766	10,8	115,4	1,65	60.794	47.712	16.669

Fuente: Memoria de la Administración Tributaria 1986. - Ministerio de Economía y Hacienda. Secretaría de Estado de Hacienda y elaboración propia.

INVERSION EN VIVIENDA, VALORES MOBILIARIOS Y NEGOCIOS PERSONALES (1985) (11)

CANTIDADES DEDUCIDAS POR DECLARANTE CON DEDUCCION				CANTIDADES DEDUCIDAS POR ESCALON DE RENTA			ESTIMACION DE CANTIDADES INVERTIDAS POR DECLARANTE			
Vivienda	Valores	Negocios		Vivienda	Valores	Negocios	Vivienda	Valores	Negocios	
(12)	(13)	(14)		(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	
20.292	30.577	25.294		2.776	1.031	153	126.825	191.106	168.627	
26.773	34.852	45.851		6.845	3.124	544	167.331	217.825	305.673	
33.546	41.560	70.000		10.211	5.880	1.072	209.662	259.750	466.667	
38.835	48.305	80.636		13.284	4.915	1.785	242.719	301.906	537.573	
48.381	59.025	111.503		18.854	14.239	3.518	302.381	368.906	743.353	
67.476	84.623	178.333		28.020	29.164	10.277	421.725	528.894	1.188.887	
111.555	137.265	300.750		43.847	64.819	33.417	697.219	857.906	2.005.000	
167.945	234.000	433.143		55.727	106.363	68.909	1.049.656	1.462.500	2.887.620	
238.611	307.667	645.769		66.077	142.000	129.154	1.491.391	1.922.918	4.305.127	
338.500	525.135	972.222		87.922	252.338	227.272	2.115.625	3.282.093	6.481.480	
692.500	1.482.000	1.494.000		153.889	823.333	415.000	4.328.125	9.262.500	9.960.000	
36.645	62.290	144.445		8.617	6.763	2.363	229.031	389.312	962.967	

Fuente: Memoria de la Administración Tributaria 1986.- Ministerio de Economía y Hacienda.
Secretaría de Estado de Hacienda y elaboración propia.

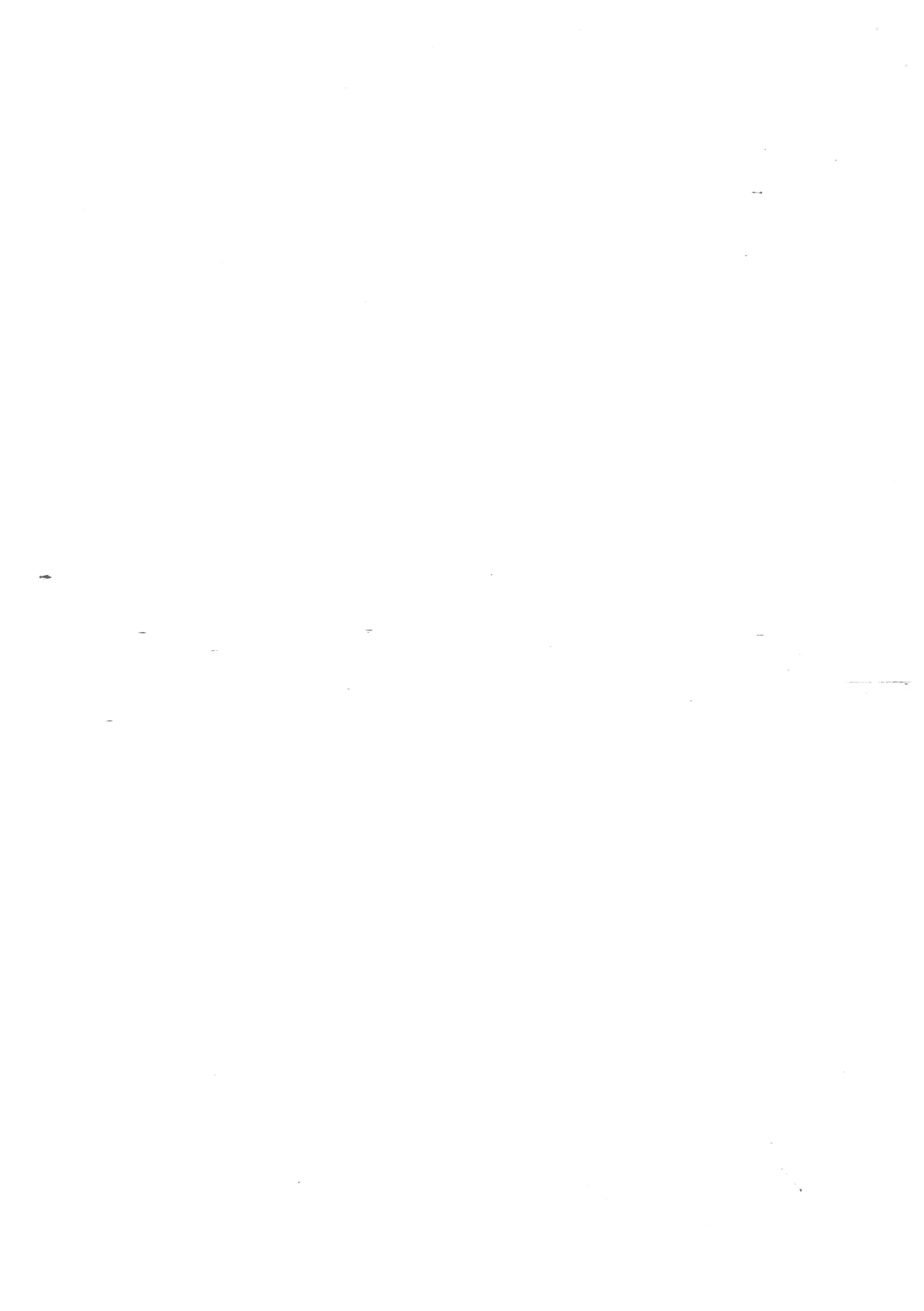
INVERSION EN VIVIENDA, VALORES MOBILIARIOS Y NEGOCIOS PERSONALES (1985) (III)

ESTIMACION DE CANTIDADES INVERTIDAS POR INTEGRANTE EN CADA ESCALON DE RENTA			PROPORCION DE LA INVERSION RESPECTO A LA BASE IMPONIBLE			TOTAL
Vivienda (21)	Valores (22)	Negocios (23)	Vivienda (24)	Valores (25)	Negocios (26)	
17.356	6.444	1.020	2,66	0,99	0,16	3,81
42.781	19.525	3.627	3,60	1,65	0,31	5,56
63.819	36.750	7.147	4,03	2,32	0,45	6,80
83.025	30.719	11.900	4,19	2,91	0,60	7,70
117.837	88.994	23.453	4,62	3,349	0,92	9,03
175.125	182.275	68.513	4,71	4,90	1,84	11,45
274.043	405.119	222.780	4,68	6,91	3,80	15,39
348.294	664.769	459.393	4,40	8,40	5,80	18,6
412.981	887.500	861.027	4,51	9,73	9,44	23,68
549.512	1.577.112	1.515.147	2,90	8,34	8	19,24
961.806	5.145.831	2.766.666	1,64	8,8	4,74	15,18
53.856	42.269	15.753	3,84	3,01	1,12	7,97

Fuente: Memoria de la Administración Tributaria 1986. - Ministerio de Economía y Hacienda. Secretaría de Estado de Hacienda y elaboración propia.

EL ARTICULO DEL MES

. Los mal llamados "desequilibrios"
HERBERT STEIN



LOS MAL LLAMADOS "DESEQUILIBRIOS"

El artículo que sigue fue publicado en The Wall Street Journal del 15 de Enero. Su autor es Herbert Stein, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Nixon y de Ford.

De nuevo se nos advierte de las calamidades que se producirán en el mundo si ciertos "desequilibrios" no son rápidamente / corregidos. Un grupo de 33 distinguidos economistas de todo el / mundo reunidos por el Institute for International Economics añadió su voz de alarma a las de otros menos cualificados profesionales de la economía. Dicho grupo advirtió sobre una posible recesión mundial que podría resultar de una persistente caída del dólar.

Pero la vida está llena de sorpresas. Por otra parte, no quería que se me descalificara por decir que no va a ocurrir nada / terrible. (Supongo que los economistas, vocacionalmente, sienten la necesidad de predecir desastres. De otra forma, ¿cómo podrían explicar la ausencia de un desastre inminente cuando su consejo / ha sido persistentemente olvidado?). Pero debo decir que los argumentos según los cuales el mundo se encuentra ante una gran calamidad no me convencen.

Se suelen citar muchos motivos de preocupación. La mayor parte del mundo es pobre y la mejora de su condición tiene lugar sólo muy lentamente. (Por cierto que los observadores de la escena mundial no parecen dar mucha importancia al rápido crecimiento / de China y de la India, con cerca del 40% de la población mundial). Pero esa mayor parte del mundo siempre ha sido pobre. Y si la Europa continental, con una economía estancada, prefiere subsidiar su ociosidad, allá ellos, puesto que sobre gustos no hay na-

da escrito.

Pero todo eso no es lo que más interesa a la gente. Lo que les preocupa, y les lleva a terribles predicciones, son los dos "desequilibrios": los comerciales -con déficit por parte americana y excedentes en el resto del mundo- y el presupuestario de Estados Unidos. Ahora bien, la gente debería ser cuidadosa con la palabra "desequilibrio", en especial los economistas. La palabra "desequilibrio" significa algo distinto de desigualdad, e igualdad puede suponer desequilibrio ("The word 'imbalance' means something other than inequality, and equality may be imbalance"). La palabra "desequilibrio", de la forma en que es utilizada en la discusión en curso sobre la economía mundial, significa una situación que o bien está produciendo ya resultados negativos, o bien no puede proseguir y conducirá a un estado de cosas que nadie desea. Esto equivale a decir que dichos desequilibrios representan para el mundo algo más que unas importaciones superiores a las exportaciones en Estados Unidos, o que los gastos de la Administración norteamericana excedan a sus ingresos.

Veamos primero el "desequilibrio" comercial. Supongamos que los Estados Unidos son un país en el cual los ciudadanos tienen una baja propensión al ahorro, y esto porque ya son relativamente ricos o por razones culturales. Supongamos también que los Estados Unidos son un lugar atractivo para invertir, dado que en el país hay muchos terrenos, una mano de obra cualificada, una situación política estable, etc. Y supóngase, finalmente, que en el resto del mundo los ciudadanos tienen una elevada propensión al ahorro, y que las posibilidades de invertir en los respectivos países son menores, o menos atractivas. En tales condiciones se producirá una llegada de capital procedente del resto del mundo, así como la correspondiente entrada neta de mercancías, en Estados Unidos. Estos, en consecuencia, tendrán un déficit comercial.

Esa no sería una situación de desequilibrio. Sería una adaptación eficaz a las diferentes propensiones al ahorro y a las /

oportunidades de inversión en Estados Unidos y en el resto del mundo. Además, podría proseguir indefinidamente. Pero podría / también no proseguir indefinidamente ("Moreover, it could go on forever. It might not go on forever"). La acumulación de capital en los Estados Unidos podría reducir los rendimientos de las inversiones en tal medida (o la acumulación de riqueza en el resto del mundo podría reducir la propensión al ahorro también en tal medida), que los capitales dejaran de acudir a Estados Unidos. / Pero esto no debería ocurrir; y si ocurriera, el desfase comercial desaparecería. En realidad éste se convertiría en superávit porque el resto del mundo recibiría las rentas de las inversiones / de los Estados Unidos. Estos no serían más pobres como consecuencia de tener que pagar estas rentas de las inversiones porque ta les rentas se obtendrían de un capital que no habría estado allí sin la entrada previa de fondos procedentes del extranjero.

"Ah, -se me dirá- he ahí un economista anticuado, que describe el jardín del Edén sin la serpiente. La serpiente en este caso es el gobierno. No son los ciudadanos norteamericanos los / que tienen una propensión al ahorro tan baja. Es el gobierno de los Estados Unidos el que tiene una propensión a los déficit muy alta. Además, ya no hay ciudadanos privados extranjeros que quie ran invertir en Estados Unidos, sino que tienen que ser los go--biernos de los otros países los que realicen la inversión a través de las intervenciones en favor del dólar. Por consiguiente, no se / produce un equilibrio natural, sino artificial".

Pero yo respondo: estas decisiones de los Estados Unidos y de los gobiernos de los otros países son la expresión de preferencias nacionales a las cuales las corrientes comerciales se -/ ajustan adecuadamente de una manera equilibrada. Los gobiernos / de Europa y de Japón prefieren subsidiar a sus exportadores in-terviniendo en favor del dólar, y esto a expensas de sus contribuyentes y de sus consumidores. Ustedes y yo podemos pensar que se trata de una política absurda, pero no podemos interferir la actuación de tales gobiernos, y la respuesta del comercio inter-

nacional, de los flujos de capital y de los tipos de cambio es un ajuste equilibrado a tal política. Además, esta puede continuar mientras refleje las preferencias de dichos gobiernos y de sus conciudadanos.

El gobierno de los Estados Unidos prefiere cargar el peso / del consumo privado y del gasto público, incluida la defensa, en el futuro, aceptando un enorme déficit fiscal. Ustedes y yo podemos pensar que esta es una política equivocada, pero parece reflejar las preferencias de los americanos, según se ve por los resultados electorales de 1980 y 1984.

Una parte de las preocupaciones a que dan lugar los presentes "desequilibrios" es consecuencia del temor a que los gobiernos extranjeros decidan dejar de sostener al dólar, lo que daría lugar a una "caída libre" de dicha moneda, con el consiguiente revuelo. Supongo que los gobiernos extranjeros tienen buenas razones para sostener al dólar, y que por esto mismo les resultará / difícil consentir una "caída libre". Pero puedo estar equivocado sobre esto. Tal vez el dólar sea dejado a su suerte en cualquier momento. En tal caso, la caída puede ser muy pronunciada. Durante el proceso, los tipos de interés pueden subir apreciablemente. / Pero el dólar alcanzará un nivel en el cual las estimaciones en cuanto a su futuro no prevean ya una nueva baja. Los tipos de interés, cuando esto llegue, serán más altos que ahora, pero menores que durante la "caída libre".

En esa situación operarán dos fuerzas. La baja del dólar hará que aumenten las exportaciones y desciendan las importaciones, en términos reales, originándose un estímulo para la demanda de la economía norteamericana. La baja del dólar, además, elevará / los precios de las importaciones en relación con las rentas internas, lo que afectará a la baja al consumo, y la elevación de los tipos de interés reducirá la inversión, todo lo cual ejercerá un efecto depresivo sobre la demanda. El resultado neto de to do ello es imposible de predecir.

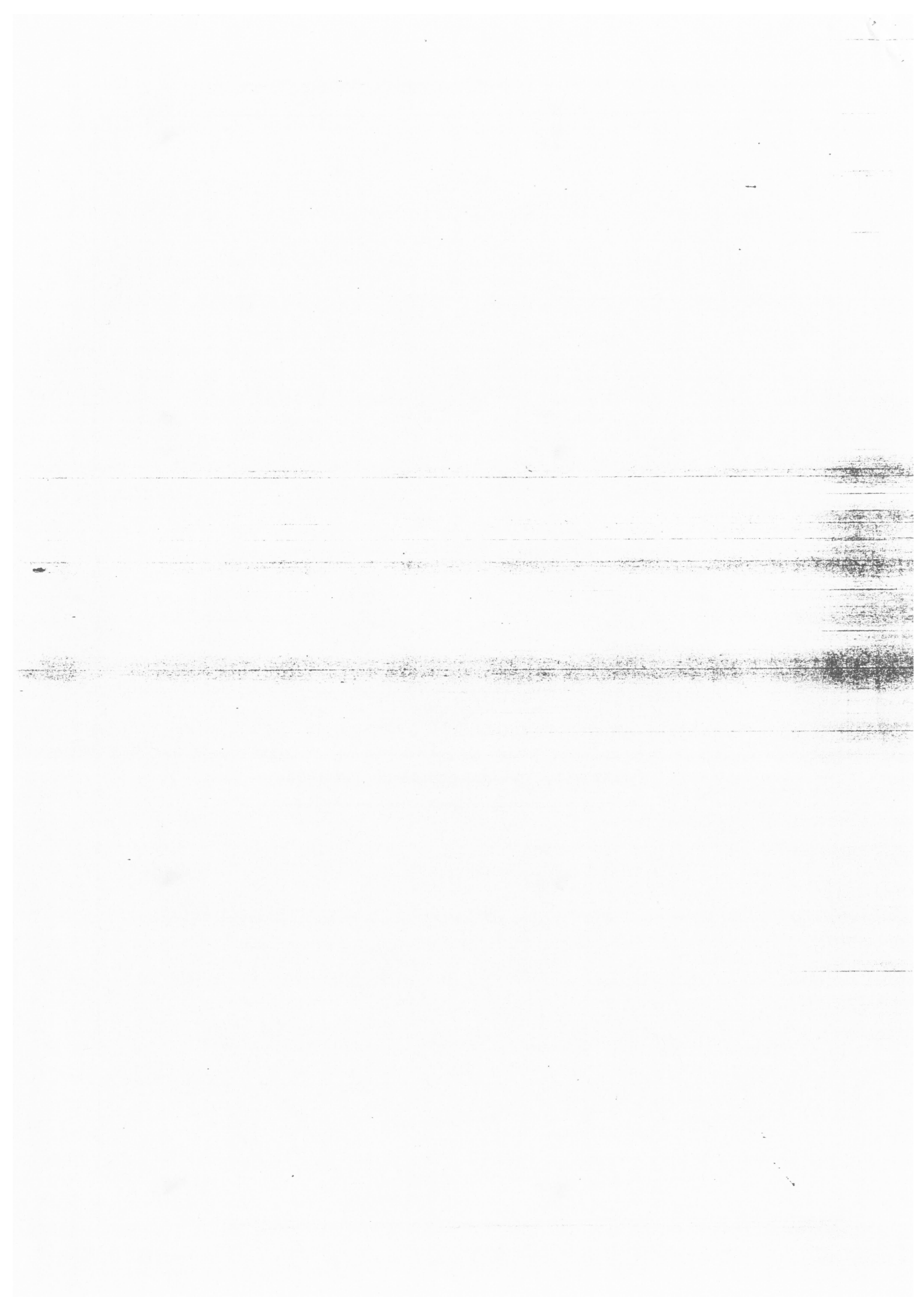
En cualquier caso, y esto es importante, la estabilidad de la economía no depende de la aleatoria igualdad de diversas fuerzas positivas y negativas ("does not depend upon the fortuitous equality of assorted positive and negative forces"). Depende de la existencia de algún factor equilibrador ("equilibrating factor"). Este factor es la política monetaria, que sirve de moderador de las fluctuaciones del PNB nominal y, junto con el más bien lento ajuste de los precios, modera las fluctuaciones de la producción y del empleo. El sistema ha resistido golpes importantes. Después de la guerra de Corea, el gasto federal real bajó en el 4,9% del PNB en un año y medio, y Norteamérica tuvo sólo una recesión moderada. Desde lo más alto de la guerra del Vietnam dicho gasto se redujo en el 2,7% del PNB en dos años, y la recesión, en 1971, fue débil. De 1982 a 1986 las exportaciones netas reales bajaron en un 5,4% del PNB de 1982, y la economía se expandió notablemente. Las importaciones netas actuales son aproximadamente el 3,5% del PNB.

Las advertencias de que los ajustes espontáneos de los mercados a los presentes desequilibrios crearán muchos problemas --según algunos, los peores desde 1930-- me parecen excesivas.

La receta común para corregir los "desequilibrios" es una -- fuerte y rápida reducción del déficit presupuestario. Pero ojo: para lo que podría servir esta fórmula es para acabar con la dudada expansión norteamericana y para penalizar a la presente generación frente a las siguientes. Y desde luego no se necesita para prevenir crisis inminente alguna, ni en Estados Unidos ni / en el mundo, salvo en el caso de que los norteamericanos la hagan inevitable de tanto hablar de ella.

GRAFICO DEL MES

FILTRACION DE LA DEMANDA INTERNA



FILTRACION DE LA DEMANDA INTERNA

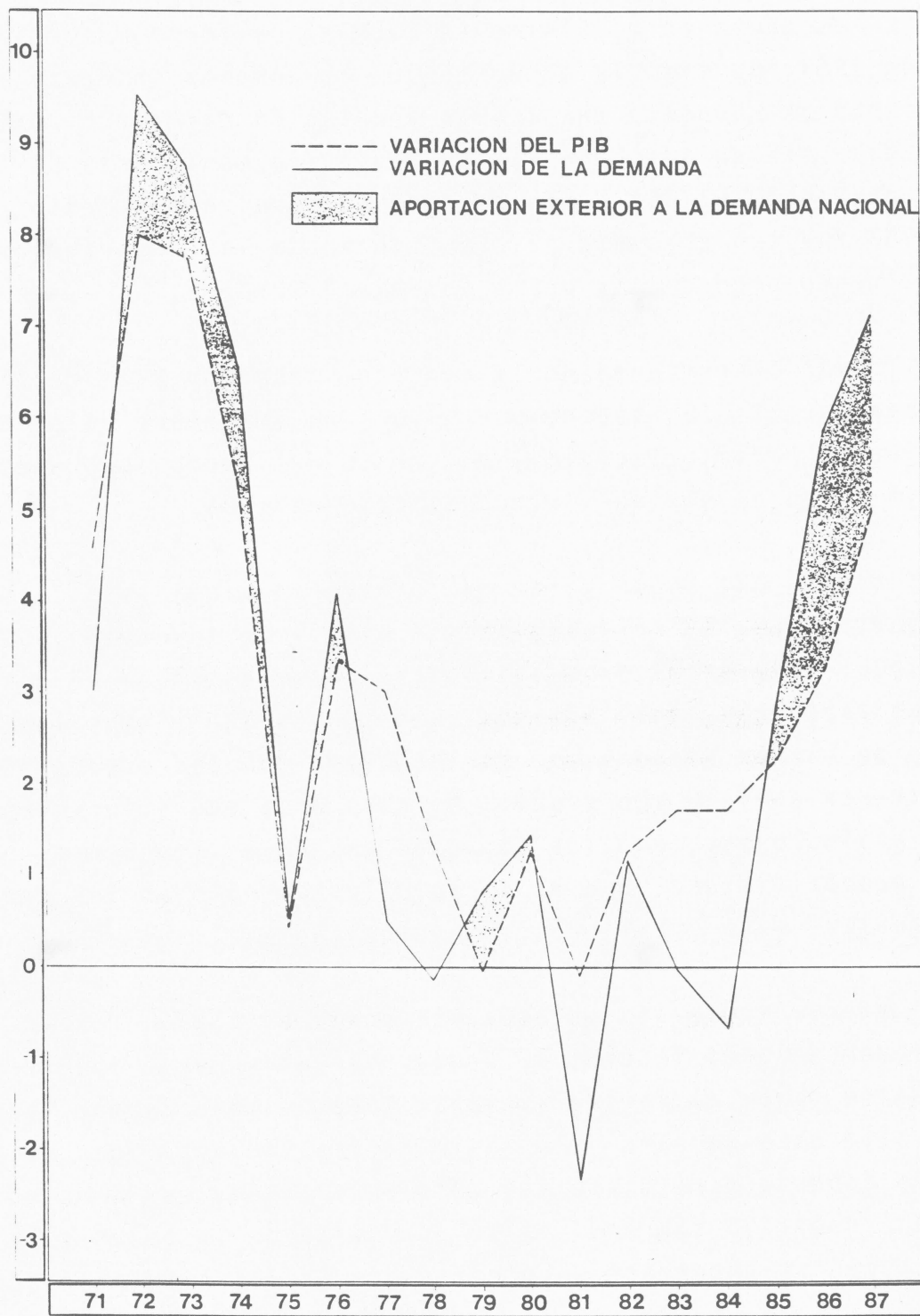
El auténtico motor que ha promovido la expansión de la economía española en el último trienio y, de forma más ostensible en 1987, ha sido la expansión de la demanda interna. Su crecimiento ha supuesto una fuerte aportación del sector exterior que ha venido a cubrir la insuficiencia manifiesta de la oferta nacional. El 35% de la demanda nacional del trienio / 1985-1987 fue cubierto con el crecimiento de las importaciones, especialmente procedentes de la Comunidad Europea.

El mayor crecimiento de la demanda, respecto a la tasa / computada por el PIB, supone que España ha importado valor añadido (factor trabajo incluido) del resto del Mundo, con efecto negativo sobre el empleo y el equilibrio externo.

Es cierto que buena parte de la mayor demanda satisfecha con importaciones ha correspondido a bienes de inversión, necesarios para mejorar la productividad y competitividad de las / empresas españolas. Pero también buena parte de la importación ha sido de bienes de consumo, que compiten con los productos / españoles en calidad y/o precio. No cabe duda que ello supondrá un estímulo para que las empresas españolas mejoren su nivel de competitividad, que ya no se dilucida sólo en los mercados externos, sino en el propio mercado nacional.

El efecto inmediato de esta situación es claro. Por un lado la mayor demanda interna de productos extranjeros incide negativamente sobre el factor trabajo. Un país como España, con la más alta tasa de paro y la más baja tasa de actividad de Europa, no debería permitirse tal desajuste. Será, sin embargo, / el efecto negativo sobre el saldo corriente de la balanza de / pagos, quien se encargará de poner orden en los próximos años, si se mantiene la tendencia más creciente de la demanda nacional respecto a la producción interna. Porque el déficit corriente

EVOLUCION DEL PIB Y LA DEMANDA NACIONAL
AÑOS 1971 A 1987



te que generará incidirá en el tipo de cambio, que tendrá que ajustarse para restablecer el necesario equilibrio externo.

El desajuste entre la demanda nacional y el producto interno, pone sobre la mesa de la política económica el protagonismo que hay que conceder a la exportación española, tanto de bienes como de servicios. En el área de los servicios parece / que las posibilidades de turismo, aún siendo grandes, están limitadas tanto por la oferta, como por el lado de la demanda. / La elevada posición española en el turismo mundial es quizás / el mayor obstáculo para su crecimiento intenso en los próximos años. Otros aspectos de la demanda de servicios, como fletes, / seguros, servicios financieros, etc., pueden ofrecer mayores / oportunidades a la empresa española.

Pero es en el área de la exportación de mercancías donde el esfuerzo español ha de ser más intenso. Desaparecido, afortunadamente, el recurso al proteccionismo, que la incorporación al Mercado Común conlleva, no queda otra opción que las ganancias en productividad, precio y calidad para abrirse camino en los mercados exteriores. Una tarea apasionante de la que va a / depender el futuro económico de España y el bienestar de la sociedad.

TASAS ANUALES DE VARIACION DE LA DEMANDA
NACIONAL Y EL P.I.B. (%)

	DEMANDA NACIONAL	PIB	APORTACION EXTERIOR
1.971	3.0	4.6	-1.6
1.972	9.5	8.0	1.5
1.973	8.7	7.7	1.0
1.974	6.6	5.3	1.3
1.975	0.4	0.5	-0.1
1.976	4.1	3.3	0.8
1.977	0.5	3.0	-2.5
1.978	-0.2	1.4	-1.6
1.979	0.8	-0.1	0.9
1.980	1.4	1.2	0.2
1.981	-2.3	-0.2	-2.1
1.982	1.1	1.2	-0.1
1.983	-0.1	1.8	-1.9
1.984	-0.7	1.8	-2.5
1.985	2.9	2.3	0.6
1.986	5.9	3.3	2.6
1.987	7.2	5.0	2.2

Fuente: Contabilidad Nacional I.N.E.
Año 1.987. Estimación

INSTANTANEA ECONOMICA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA
Cuadernos de Información Económica. Núm. 11 - Febrero 1988

INDICADORES ECONOMICOS BASICOS

	PIB a los precios corrientes Año 1986 (millones de dólares)	Población Año 1986 (miles de habitantes)	Crecimiento del PIB (%)		Balanza de pagos corriente (% PIB)		Gastos totales AA.PP. % PIB 1986	Déficit público % PIB 1986	Ahorro familiar neto % renta disponible 1986	Ahorro nacional bruto % PIB 1985	Precios al consumo variación % diciembre 1987
			1986	1987	1986	1987					
Comunidad europea	3.461.250	322.644	2,6	2,2	1,4	0,9	48,4	4,4	14,6	19,7	3,2
• Alemania	892.000	61.080	2,5	1,5	4,1	3,9	46,7	1,2	12,1	22,2	1,0
• Francia	724.200	55.379	2,0	1,5	0,4	-0,4	51,8	2,9	14,0	18,0	3,1
• Italia	599.920	57.221	2,7	2,7	0,7	-0,3	50,5	11,2	23,9	17,7	5,2
• Reino Unido	547.800	55.763	3,3	3,7	-0,3	-0,4	47,7	2,6	9,1	19,2	3,7
• España	229.100	38.539	3,3	5,0	1,9	0,3	42,7	5,7	10,5	21,0	4,6
• Holanda	175.330	14.572	2,4	1,7	2,8	1,4	68,0	5,6	3,2	24,1	0,2
• Bélgica	112.180	9.851	2,3	1,5	2,7	2,4	54,9	9,2	15,0	15,9	1,4
• Dinamarca	82.460	5.121	3,4	-0,7	-5,2	-2,6	55,4	3,4	—	14,9	4,1
• Grecia	39.750	9.970	1,3	-0,5	-4,3	-2,7	46,7	10,7	17,8	12,2	15,7
• Portugal	28.900	10.230	4,3	5,0	4,0	0,8	43,7	—	26,3	23,1	8,9
• Irlanda	24.540	3.550	-1,6	2,0	-2,1	-0,5	54,0	9,6	—	18,1	3,8
OCDE Europea	4.023.380	405.405	2,7	2,2	1,3	0,8	50,5	3,8	13,7	20,3	4,2
OCDE Total	10.722.950	813.373	2,8	2,7	-0,2	-0,4	41,0	3,3	10,2	20,2	3,9
• Estados Unidos	4.185.490	241.600	2,9	2,7	-3,3	-3,5	36,7	3,5	4,5	16,5	4,5
• Japón	1.955.640	121.440	2,4	3,5	4,4	3,7	32,7	0,9	17,4	31,7	0,5

Fuente: Perspectives Economiques de L'OCDE; Economie Européenne (Comunidades Europeas) y Main Economie Indicators.

Comentario:

El PIB español equivalía en 1986 al 6,6 por 100 del de la Comunidad Económica Europea, evaluado en dólares. En poder adquisitivo de compra real supera el 8 por 100. La población española equivale al 11,9 por 100 de la comunitaria, datos que reflejan la importancia relativa de España dentro de la CEE. (El PIB por habitante español equivale al 75 por 100 del comunitario, en términos de poder de compra.) (Instantánea núm. 6.) El crecimiento del PIB español en 1987 ha sido superior al doble del de la Comunidad (5 por 100 frente al 2,2 por 100), lo que ha supuesto algún acortamiento de la diferencia que nos separa del resto de países comunitarios, excluidos Irlanda, Grecia y Portugal, que son los países más deprimidos del área.

El deterioro de la balanza comercial española en 1987, ha hecho reducir la favorable posición que se gozaba en 1986, al limitarse el superávit corriente al 0,3 por 100 del PIB (1,9 por 100 en 1986), tasa inferior a la media comunitaria, que se situó en 1987 en el 0,9 por 100 del PIB (1,4 por 100 en 1986). Las expectativas para 1988 colocaban a España en déficit de su balanza de pagos corriente, en torno a los 2.000 millones de dólares, con lo que se incorporará al grupo de países deficitarios, del que sólo quedarán excluidos Alemania, Bélgica y Holanda. En cualquier caso, el nivel de reservas de divisas, que al finalizar 1987 se situaba por encima del 10 por 100 del PIB (30.172 millones de dólares), cubriría el pago de importaciones durante medio año, lo que aleja cualquier preocupación a plazo corto, por lo que se refiere a la solvencia externa de la economía española.

España tiende a aproximarse a los niveles de gasto público de los países comunitarios. Todavía en 1986 el gasto público hispano (42,7 por 100 del PIB) era inferior en más de cinco puntos al comunitario, pero superando a la media de la OCDE. El avance de 1987 nos sitúa en torno al 44 por 100, reduciéndose la diferencia con el resto de países comunitarios. La menor dimensión del gasto público americano y japonés nos aproxima cada vez más al modelo europeo.

Desde la vertiente del déficit público —los gastos públicos no financiados por el ingreso corriente—, España se sitúa por encima de la media comunitaria (4,4 por 100 en 1986). Solamente países como Italia, Irlanda y Grecia registran déficit superiores al nuestro. Alemania, Reino Unido y Francia muestran en sus cuentas públicas un mayor rigor en cuanto al compromiso presupuestario y el gasto de sus Administraciones Públicas. El carácter estructural del déficit público español constituye una de sus peores servidumbres para lograr su reducción.

El ahorro nacional bruto en España es ligeramente superior al comunitario en términos del PIB. Solamente países como Holanda o Alemania, y quizá Portugal, muestran mayor capacidad de ahorro de sus economías. En 1986 y menos en 1987, la economía española mejoró su tasa de ahorro. Pero sigue siendo bajo si se le enfrenta con la necesidad de creación de empleo. El ahorro familiar neto medido en porcentaje de la renta familiar disponible de las familias es en España inferior al comunitario. La tasa de ahorro de la familia española del 10 por 100 es inferior a la portuguesa (26 por 100), italiana (24 por 100) o griega (18 por 100), e incluso a la francesa (14 por 100). La tradicional propensión al ahorro de las familias europeas meridionales se rompe en el caso español, que muestra mayor inclinación hacia el consumo.

Uno de los datos más satisfactorios de la economía española en 1987 ha sido la reducción de su tasa de inflación. Los precios al consumo, al limitarse en diciembre (crecimiento del 4,6 por 100), ha podido reducir el diferencial comunitario a 1,4 puntos. Grecia, Portugal e Italia soportaron alzas de precios superiores a la española. El resto para España en 1988 será reducir o como mínimo mantener el diferencial comunitario. Porque las tensiones inflacionistas subyacentes permanecen soterradas y van a hacer difícil proseguir en línea de aproximación a la media comunitaria.