

El riesgo financiero de la economía española

ANTONIO TORRERO MAÑAS*

Un objetivo fundamental para España es no situarnos en posiciones que pudieran separarnos de la línea básica que sigan los países de nuestro entorno. Se analizan, en el marco internacional, cuatro frentes de posible riesgo: el endeudamiento de los agentes económicos; las valoraciones de los activos; las inversiones en el exterior; y la inflación diferencial. La prudencia exige moderar la tendencia en todos los frentes, lo cual supone, en definitiva, aceptar la imposibilidad de mantener por mucho tiempo el ritmo actual de crecimiento económico y del empleo.

Palabras clave: riesgo financiero, valoración de activos, inversión exterior, endeudamiento, inflación, sistema financiero internacional, España.

Clasificación JEL: G12.

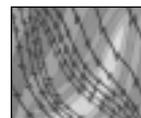
1. Introducción

Una parte importante de este material preparado para explicar «El riesgo financiero de la economía española» corresponde al ámbito internacional. Esto es así porque se entiende que el posible riesgo financiero de nuestra economía ha de considerarse en función de la relación con el exterior. En efecto, el aumento del endeudamiento de familias y empresas; la evolución de los tipos de interés; las inversiones de empresas españolas en el exterior; la marcha de las cotizaciones bursátiles; la inflación diferencial; en suma, en los aspectos ligados al posible riesgo financiero para España, un elemento esencial es el componente internacional.

España está integrada económicamente con el resto del mundo. Nuestro futuro económico y social está alineado con el de los países industria-

les y está aun más conectado con las naciones que integran la Unión Europea a las que nos unen fuertes compromisos y un proyecto de futuro común, aunque no esté perfectamente definido. Es posible, no obstante, que, aún con la misma tendencia, algunos sucesos o incidencias nos afecten relativamente más, o menos, pero lo que debería constituir un objetivo fundamental para España es no situarnos en posiciones que pudieran separarnos de la línea básica que sigan los países de nuestro entorno. Si en el terreno financiero la postura precavida parece la adecuada en todos los casos, en esta cuestión extremaría la prudencia ya que es mucho lo conseguido y muy notable la posición que hemos alcanzado, como para incurrir en desequilibrios que pudieran poner en peligro el objetivo esencial que debe ser compartir posibilidades y futuro con los países mas importantes del mundo, con los cuales, por primera vez en nuestra historia estamos integrados.

Incurrir en posiciones de riesgo es inevitable y positivo para los agentes económicos y para las naciones. Eso no quiere decir que cuanto más riesgo, mejor, ya que hay muchas clases de riesgo



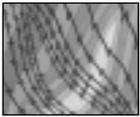
COLABORACIONES

* Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá. El autor agradece las observaciones del Profesor Muñoz Ciudad. Texto preparado para el curso «Los riesgos financieros de la Economía Española en el siglo XXI». Julio 2000. Universidad Marqués de Santillana.

y la intensidad del mismo, así como las posibles consecuencias al arrostrarlos, son muy diferentes. De manera que tan absurdo sería intentar minimizar o evitar el riesgo a toda costa, como exponerse al mismo sin considerar las posibles consecuencias, incluso aunque se asigne una baja probabilidad, a que se produzcan resultados demasiado negativos.

En el riesgo la magnitud de las consecuencias es fundamental; inversiones que serían razonables para una empresa de gran tamaño pueden ser temerarias para una de volumen mas reducido. En sentido similar, inversiones o proyectos que sería sensato que España los abordara, podrían ser excesivos para un país del tamaño de Irlanda.

La pretensión de evaluar el riesgo, y sobre todo de estimarlo en los asuntos económicos y financieros, que ha sido un objetivo permanente en todas las épocas, constituye ahora la clave de arco de las finanzas actuales (1). El propósito no es intentar cuantificar el riesgo financiero de la economía española, pero eso no impide que puedan hacerse consideraciones razonables respecto al mismo. Ese es el propósito de este material.



COLABORACIONES

2. El marco internacional

De un marco estable al aumento del riesgo en las finanzas

La estructura de los sistemas financieros –activos, mercados e instituciones- es resultado de la evolución histórica en la cual la experiencia de la Gran Depresión ha desempeñado un papel fundamental, y aún es perceptible su influencia tanto en el marco institucional como en las ideas sobre finanzas.

La Gran Depresión mostró los efectos dramáticos, económicos y sociales, de una catástrofe financiera. El desastre económico, mas profundo según fue agravándose la crisis financiera -bancaria y bursátil-, implicó un cambio radical en la opinión pública respecto a las finanzas, y también afectó a las ideas de los economistas. El impacto de este fenómeno fue tan importante que quizá

sea conveniente recordar las cifras mas significativas.

El índice Dow-Jones bajó un 89 por 100 entre 1929 y 1932, y hasta 1954 no recuperó el nivel de 1929. El Producto Nacional Bruto de 1933 había caído un 30 por 100 respecto al existente en 1929. Los precios de los bienes se redujeron un 25 por 100 en esos años, y el desempleo, que era del 5,3 por 100 de la población llegó al 37,6 por 100 en 1933 (Brady, 1988, Study VII).

Sobre las causas y la responsabilidad de la Gran Depresión se ha debatido mucho, y las distintas escuelas de pensamiento económico han interpretado la catástrofe de acuerdo con sus convicciones doctrinales. Los monetaristas consideran que la Gran Depresión tuvo su origen en una caída de la oferta monetaria que no compensó la Reserva Federal y provocó una serie de reacciones en cadena. Desde el campo keynesiano se acepta la incidencia de los factores monetarios en el comienzo del desastre, pero se pone énfasis en la caída de la demanda de inversión y de consumo como fundamentales para explicar tanto el comienzo como el agravamiento de la Gran Depresión (2).

Aunque existan diferencias en la génesis y en los canales de transmisión de los efectos depresivos, en lo que hay pleno acuerdo es en destacar la naturaleza esencialmente financiera de la crisis. En la Gran Depresión, el desplome de la bolsa, la crisis bancaria, y la alteración de los flujos internacionales de financiación fueron fundamentales tanto en el inicio como en la profundización de la depresión.

La Gran Depresión afectó a todos los países, pero los efectos mas demoledores se experimentaron en Estados Unidos, precisamente en el país mas joven, flexible, de mayor crecimiento económico y al que se asignaban las perspectivas mas favorables. La interpretación que allí se impuso fue que los excesos de las finanzas, en particular la especulación bursátil generalizada, habían sido los responsables del desastre. En consecuencia, la legislación del *New Deal*, impulsada por Roosevelt, tuvo como norte la estabilidad de

(1) En un libro sugestivo, BERNSTEIN (1996), veterano analista financiero, describe la historia de esta pretensión.

(2) Las distintas interpretaciones se revisan en TORRERO (2000, b).

las finanzas, delimitando rígidamente el ámbito de actuación de las distintas instituciones financieras, estableciendo un entorno restrictivo de la competencia, controles administrativos sobre los tipos de interés, y el seguro de depósitos bancarios.

La idea fundamental inspiradora del nuevo marco legislativo era que la fuerte competencia en el sector financiero incentivaba una propensión al riesgo excesiva de los agentes económicos, lo cual aumentaba la vulnerabilidad provocando situaciones proclives a las crisis financieras.

La *Teoría General* de Keynes toma como referencia fundamental la experiencia de la Gran Depresión. Keynes publicó el *Treatise on Money* en 1930; en ese libro había trabajado durante los cinco años anteriores y cuando lo estaba terminando se produjo la conmoción financiera que degeneraría en la Gran Depresión. Keynes tuvo en cuenta este fenómeno pero la consideración del mismo no se integra en la obra sino que constituye una añadido de última hora. Cuando el economista inglés percibe lo importante de la nueva situación emprende la aventura intelectual que culminaría en febrero de 1936 con la *Teoría General*.

Sobre la obra de Keynes existen también muchas interpretaciones. A juicio de Meltzer (3), tanto el contenido del libro, como la actividad profesional de Keynes en los diez años que vivió después de publicar su obra, permiten afirmar que su preocupación fundamental fue favorecer la estabilidad del sistema económico. En sus intervenciones en el diseño institucional de la posguerra (Fondo Monetario Internacional), se aprecia su preocupación por la estabilidad de los tipos de cambio, lo cual exigía restricciones a la libertad de movimientos del capital.

La idea de la estabilidad como directriz fundamental de los sistemas financieros, comenzó a debilitarse en la segunda mitad de la década de los setenta, cuando la pérdida de confianza en el dólar, y la necesidad de controlar la inflación, situada en cotas alarmantes, cuarteó la organiza-

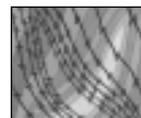
ción institucional establecida. Los tipos de cambio se fijan ya en los mercados, experimentándose alteraciones considerables en las cotizaciones de las divisas que no parecían justificadas por cambios en las magnitudes económicas. El incremento de la volatilidad en los mercados de divisas aumentó la incertidumbre y espoleó la creación de activos y mercados que permitieran la cobertura del riesgo creciente.

En los sistemas financieros nacionales no era posible sostener un esquema de tipos de interés fijados por la administración, si esta variable experimentaba fuertes fluctuaciones. Se hizo, así, indispensable liberalizar el marco para que los agentes pudieran adaptarse a situaciones cambiantes. Si la directriz clave anterior era la estabilidad, el mensaje triunfante en las dos últimas décadas es la liberalización e internacionalización de los sistemas financieros, puesto que se favorece la mejor asignación de los recursos. En síntesis, se ha impuesto la promoción de la competencia que incentiva la innovación financiera.

La experiencia negativa de la participación de los principales bancos –especialmente de los norteamericanos– en la reasignación de los petrodólares generados con las alzas de los productos petrolíferos, y la difuminación de las fronteras entre las distintas instituciones financieras, han cedido el protagonismo de la financiación internacional a los mercados financieros.

En la financiación nacional, e internacional, el peso de los activos cotizados en los mercados se ha incrementado de forma espectacular. Los mercados producen evaluaciones continuas, y permiten reacciones inmediatas a un numeroso colectivo de propietarios que sancionan con sus decisiones las posibilidades de financiación y determinan la magnitud de la riqueza financiera. Los actores destacados son ahora los gestores profesionales de las grandes carteras institucionales (fondos de inversión, de pensiones, entidades bancarias, y empresas de seguros) que han experimentado un crecimiento muy importante en todos los países, puesto que las economías familiares, sensibles también a la mayor inestabilidad, han optado por activos financieros con gran diversificación y gestionados por profesionales.

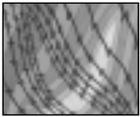
Estamos, pues, en otro mundo de las finanzas.



COLABORACIONES

(3) En TORRERO (1998, pp. 1027-1035) se revisa con detalle la interpretación de MELTZER.

La clave es la incertidumbre. Lo esencial, calibrar el riesgo. Keynes señalaba en la *Teoría General* que el objetivo social de los inversores mas preparados debería ser «derrotar a las oscuras fuerzas del tiempo y de la ignorancia que envuelven nuestro futuro» (1936, p. 155). Sin embargo, el riesgo se concentra cada vez mas en no acertar cual será el nivel de precios de los activos en el futuro. Hace dos décadas la dinámica de los mercados era similar. La diferencia con la situación actual es, no obstante, de dimensión. Ahora el volumen de activos es incomparablemente mayor respecto al Producto Nacional; las transacciones han crecido de forma exponencial; los mercados son mas volátiles y cada vez son mas importantes y sofisticados los instrumentos de cobertura. Como consecuencia, la evolución de los mercados financieros tiene mayor incidencia sobre la actividad económica en un entorno ya globalizado.



COLABORACIONES

Algunas características de las crisis financieras en la década de los noventa

En el escenario descrito, las crisis financieras han sido importantes en las dos últimas décadas. En ocasiones, su origen ha radicado en la dificultad de las instituciones para adaptarse a la nueva situación, como en el caso de las cajas de ahorro de los Estados Unidos; estas empresas con un activo comprometido a largo plazo y a bajos tipos de interés, se vieron obligadas a financiarlo con tipos de interés liberalizados y crecientes. En otras crisis el detonante ha sido el sector exterior ya que los inversores internacionales han provocado la sobrevaloración de las divisas, que ellos mismos han corregido de forma abrupta cuando han estimado que la situación era ya demasiado frágil.

En la crisis del impago de la deuda por los países emergentes en la década de los ochenta, los prestamistas fueron los bancos internacionales; el problema estaba concentrado en pocas entidades y la resolución recaía sobre los que podríamos calificar como responsables naturales: los bancos centrales, y en particular la Reserva Federal por la importancia de los créditos de la banca norteamericana.

Las crisis financieras de la década de los noventa tienen como detonante la retirada súbita de fondos, lo cual afecta al sistema bancario y a los mercados de valores de los países receptores de capital. En muchos casos, los países tenían compromisos de mantenimiento del tipo de cambio y la inversión exterior se había canalizado hacia títulos cotizados, procedentes de privatizaciones, o se habían concedido créditos a los bancos nacionales. Se trataba, pues, de posiciones mas líquidas que en la década de los ochenta, con prestatarios o inversores mas numerosos, ocupando un lugar destacado los inversores institucionales.

La toma de decisiones de los gestores profesionales de las carteras institucionales difiere sustancialmente de la de los banqueros, particularmente en el sentido de que la liquidez juega un papel fundamental en la estrategia de una cartera con una diversificación internacional creciente (4). Las decisiones que se adoptan son súbitas, dependiendo de las expectativas de los propios mercados, y de la actuación de sus competidores, con el objetivo de recuperar liquidez, mientras sea posible, con el menor daño en las cotizaciones.

La nueva situación explica cuatro características de las crisis financieras de la década de los noventa que son esenciales para comprender la nueva dinámica que opera en los episodios de crisis:

a) Caídas fulminantes de la cotización de la divisa y de los mercados financieros.

El primer signo de la crisis suele ser una huida hacia la calidad. No se trata de que se amplíe la prima de riesgo exigida por inversores y prestamistas, sino que se rechaza seguir manteniendo unos activos sometidos a un deterioro rapidísimo. Los inversores adoptan decisiones unánimes de salida y ya no funcionan, de forma ordenada, los canales previstos para la desinversión en condiciones ordinarias.

(4) Esta diferencia se analiza en TORRERO (1999). Un libro ya clásico, que expone con nitidez y actualidad la diferencia de situaciones es el de HIRSCHMAN (1970).

b) La prima de riesgo es evaluada continuamente, pero cuando la desconfianza se generaliza se producen fuertes diferencias en un corto espacio de tiempo

Al tiempo que se deterioran los ratios económicos fundamentales de los países (el caso de Estados Unidos es especial), los inversores y prestamistas exigen una mayor prima de riesgo, dentro de un cuadro que todavía califican de sostenible y susceptible de reconducción. En un momento determinado, sin embargo, se impone la desconfianza y ya no es cuestión de prima de riesgo, sino de evitar estar implicado en el desastre financiero que se presente, y que contribuyen a precipitar con sus decisiones unánimes.

El proceso de deterioro puede ser, no obstante, muy duradero puesto que no se sabe si desembarcará en una situación traumática, y en tanto que esta posibilidad no se hace realidad la rentabilidad diferencial induce a mantener el activo para beneficiarse de la situación, hasta que se juzgue temerario continuar. La esperanza de cada uno es que podrán adelantarse a las decisiones del resto de los gestores, y obtener él la liquidez que no es posible para el conjunto de los inversores.

La esencia de la cuestión es que la situación se juzga sostenible, o insostenible, no por datos concretos, sino cuando uno o varios participantes significados deciden el final del juego, arrastrando con sus decisiones a la mayoría de los inversores. Como sentenciaría magistralmente Stiglitz (1999a, p. 28) al analizar las crisis reciente apoyándose en la visión de Keynes: «no es que los inversores percibieran mayores riesgos, sino más bien que creían que otros sí los percibían y que esto, por sí sólo, sería suficiente para hacer caer el mercado».

c) Los sistemas bancarios nacionales desempeñan con mucha frecuencia un papel esencial en las crisis financieras

Las crisis financieras recientes han sido precedidas, frecuentemente, de una etapa previa de canalización de recursos del exterior a través del sistema bancario y de inversiones de cartera en títulos cotizados. Estos recursos se han aplicado,

a menudo, a la financiación crediticia de inversores locales, especialmente en el mercado inmobiliario o a la inversión en acciones. La expansión económica, que ha acompañado al flujo de entradas de capital, ha generado una apreciación de la moneda y de activos (acciones e inmuebles) que da solidez a las garantías que respaldan los créditos y revalorizan las acciones poseídas por las entidades bancarias.

Cuando la desconfianza se impone, se intentan deshacer posiciones, y el sistema bancario queda expuesto a la baja de las valoraciones de activos que sirven como inversión, o garantía, y al deterioro del tipo de cambio, lo cual implica atender obligaciones en monedas fuertes, con inversiones en activos nacionales. La crisis financiera, cuando afecta al sistema bancario, cobra especial importancia para la economía del país puesto que obliga al saneamiento de las entidades, lo cual condiciona el proceso de concesiones de nuevos créditos, amplificándose, así, los efectos económicos de la crisis.

d) Las crisis financieras de los años noventa van seguidas de recuperaciones inmediatas e importantes

La crisis de la deuda de 1982 tardó una década en superarse (la década pérdida), que fue el tiempo preciso para que la banca afectada pudiera digerir los activos crediticios dañados. En ese período, la interrupción de los flujos de financiación a los países emergentes, supuso un retroceso en los niveles de renta y bienestar que comenzaron a recuperarse en los años noventa cuando se reanudaron las entradas de capital, aunque mediante otros activos e instituciones.

Lo que se observa en la década de los noventa es que las crisis financieras violentas van seguidas por rápidas recuperaciones de la confianza y por la vuelta, también masiva, de los mismos inversores que la habían provocado al abandonar el país de forma precipitada. Esta característica se corresponde, perfectamente, con la forma de decidir de los gestores profesionales de carteras diversificadas.

En efecto, después de una caída abrupta de las valoraciones de los activos en los países en crisis, comienza a normalizarse la situación con parida-



COLABORACIONES

des devaluadas y asistencia del FMI, lo que significa un abaratamiento de los activos en términos de monedas fuertes, que aparecen claramente infravalorados y susceptibles de apreciación con la consolidación de la situación.

El resultado final del proceso suele ser un aumento del endeudamiento internacional y una venta al exterior de activos nacionales a precios muy convenientes para los compradores, que reinician el proceso inversor y que con las nuevas entradas de capital contribuyen al logro de la estabilidad que pronosticaban.

En esta fase de las finanzas, protagonizada por los mercados financieros y los gestores de carteras internacionales, el FMI ha tenido una intervención importante, pero también su actuación ha sido sometida a fuertes críticas. La presencia del FMI ha permitido suavizar la fase más aguda de las crisis aliviando las pérdidas de los inversores y contribuyendo a normalizar la situación, pero ha sembrado también la semilla del *moral hazard*, animando a que los inversores adopten posiciones excesivas de riesgo sin soportar, por completo, las consecuencias de sus decisiones. Como contrapartida, han promovido políticas de ajuste durísimas, y en ocasiones contraindicadas en opinión de analistas destacados, Stiglitz (1999, b).

Los bancos centrales han seguido siendo actores principales, pero con matices dignos de resaltar. En los países emergentes, las autoridades monetarias han dirigido el saneamiento de los sistemas bancarios; en las naciones desarrolladas, han prestado atención creciente a las valoraciones de los activos, en particular la Reserva Federal, puesto que esa variable ha pasado a ser muy significativa para adoptar decisiones de política monetaria. La razón es clara: el extraordinario crecimiento de la riqueza, en especial de la mobiliaria, influye en los balances de las economías domésticas, de las empresas, y de las entidades bancarias; asimismo, afecta a la disposición a consumir, al acceso al crédito, a la posibilidad de captar recursos en los mercados, y a los resultados de empresas e intermediarios financieros (5).

(5) Ver, en este sentido, BERNANKE y GERTLER (2000) y *European Central Bank* (2000).

De manera que las reiteradas alusiones del Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, a la sobrevaloración de las acciones, o a lo que ha calificado como «exhuberancia irracional» de los mercados bursátiles, no es la intrusión de un banquero central en una institución ajena a su responsabilidad. Su preocupación por la evolución de la bolsa nace de la convicción de que las valoraciones bursátiles constituyen una variable esencial para explicar el ritmo de actividad económica y el comportamiento de los precios. Todo esto es nuevo y surge como consecuencia del extraordinario auge de la riqueza financiera, y del mayor peso de los activos cotizados en la materialización de los flujos financieros internacionales.

Un analista muy cualificado ha expuesto, en un libro polémico, la esencia de la cuestión, en cuanto a la inquietud por la valoración de los activos bursátiles: el índice *Dow Jones* estaba situado en 3.600 a comienzos de 1994; en el inicio del año 2000 sobrepasó los 11.700, esto es, se había más que triplicado. En ese período, la renta personal y el Producto Nacional Bruto crecieron menos del 30 por 100, y los beneficios de las empresas menos del 60 por 100, Shiller (2000, p. 4)

3. La botella medio llena o medio vacía

El predominio de los mercados financieros en todos los países, las altas valoraciones bursátiles en los Estados Unidos y Europa, y la trascendencia de los activos cotizados en los flujos internacionales, son considerados de forma muy diferente según la visión que tenga el analista del proceso económico. La controversia se concentra en dos puntos: 1) los efectos y consecuencias del fuerte progreso de los mercados en los sistemas financieros nacionales, en un entorno alcista de las bolsas; y 2) los efectos y consecuencias de la libertad de los movimientos internacionales de capital, también con acusada presencia de activos cotizados.

La cuestión de fondo que diferencia las distintas posiciones es si los mercados financieros son suficientemente estables o si, por el contrario, la dimensión exagerada es consecuencia de un exceso de actividad especulativa, la cual genera un



COLABORACIONES

marco de acusada vulnerabilidad que puede degenerar en una grave situación depresiva.

El debate es intenso y las aportaciones son significativas en ambos campos. Las fuerzas no están, sin embargo, compensadas y la gran mayoría de la profesión se instala en el confortable campo de la confianza en los mercados financieros, confianza avalada por una década de intenso crecimiento económico e importantes revalorizaciones. Las crisis financieras han tenido lugar en países emergentes, y las amenazas que se han producido en Estados Unidos (el riesgo de colapso del *Long-Term Capital Management* en Agosto de 1998), se han solventado con rapidez y eficiencia. Por eso, en Estados Unidos, como ha señalado Rogoff (1999, p. 22), las voces que proponen moderar la actividad financiera son ahogadas por las más numerosas que postulan, como la mejor solución para combatir la inestabilidad, ampliar y hacer más profundos los mercados financieros.

La situación recuerda el desamparo teórico de Keynes cuando planteaba la posibilidad de establecer trabas al libre comercio internacional, lo cual suponía enfrentarse a la idea de la libertad de mercados, unánimemente respetada en términos económicos y morales. Por eso expone, con su brillante prosa, en los momentos más duros de la Gran Depresión: «*El partidario del libre comercio parte con una enorme presunción en su favor. Nueve veces de diez pone por delante las palabras de sabiduría y verdad evidente –también de bondad y de paz– contra algún desgraciado que trata, unas veces con falacias y otras con malas artes de conseguir disimuladamente una ventaja a costa de su vecino y su país. El partidario del libre comercio camina erguido a la luz del día, conversando amablemente con los viandantes, en tanto que el proteccionista está refunfuñando en su esquina*» (1932, p. 205).

No es posible exponer aquí, con detalle, los argumentos utilizados por los defensores de la mayor extensión y profundidad de los mercados financieros, actuando en un clima de libertad competitiva e innovadora; y los esgrimidos por los que apuntan a la inestabilidad que pueden generar las valoraciones desmesuradas y los excesos especulativos. No obstante, una breve referen-

cia puede dar idea de la clave de ambas posiciones.

Los defensores de la extensión de los mercados financieros ponen el acento en la mejor asignación de los recursos, y en la disciplina que imponen los mercados a los agentes, así como la estabilidad que generan si no se interfiere en su funcionamiento. La Gran Depresión no la consideran producto del predominio exagerado de la especulación financiera, sino el resultado de un error fatal de la Reserva Federal que provocó «deflación y proteccionismo y como consecuencia la política ruinosa del *New Deal*» (Angell, 1997). La situación boyante de la última década se entiende que es el fruto de la liberalización de unas finanzas encorsetadas por regulaciones excesivas. Lo que se ha producido en los últimos veinte años sería, según esta posición, el restablecimiento de la normalidad, aherrojada por errores de los responsables económicos.

Los que muestran preocupación acerca de la inestabilidad de la situación toman, casi siempre, como referencia las prevenciones de Keynes cuando advertía de los peligros si la fiebre especulativa de los mercados se imponía sobre los planteamientos empresariales (6). Por eso, Miller, el premio Nobel recientemente fallecido, uno de los más ardientes defensores de los mercados de derivados y de la doctrina de los mercados eficientes, califica a Keynes como «el santo patrón de los teóricos de la burbuja» (1994, p. 103).

Desde la Gran Depresión no se han producido en los Estados Unidos caídas bruscas de las cotizaciones que hayan tenido efectos recesivos importantes. La caída del precio de las acciones en el otoño de 1987 fue muy intensa y generalizada, arrastrando a los principales mercados, pero la normalidad quedó restablecida en poco tiempo. Este episodio se considera por los defensores de los mercados como prueba de que no cabe esperar desastres como la Gran Depresión. Los recelosos, contemplan esta baja bursátil como muestra de la vulnerabilidad de los mercados; la vuelta a la normalidad exigió una actuación pública intensa, oportuna y afortunada, cortando los efectos

(6) En TORRERO (1998a; 1998b; y 2000a) se revisan, con detalle, las ideas de KEYNES sobre los mercados bursátiles.



COLABORACIONES

depresivos que hubieran podido derivarse de la propia dinámica del mercado libre de intervenciones compensadoras.

Los críticos que se muestran preocupados por la situación, están en una posición ciertamente desairada. No hacen sino advertir del riesgo de posibles tormentas que no se producen, en tanto que los defensores a ultranza de la mayor extensión posible de los mercados financieros ven ratificadas sus ideas por un ciclo positivo que dura ya una década. Las premoniciones de los agoreros se han estrellado –hasta ahora– con una realidad boyante y dinámica. Las aparentes sobrevaloraciones de los mercados no se consideran tales, puesto que estamos en una economía diferente a la que no pueden aplicarse los ratios de valoración del pasado.

La corrección de la burbuja especulativa de los mercados bursátil e inmobiliario de Japón ha dado lugar a una situación recesiva que dura ya más de una década; las caídas de las cotizaciones han producido efectos dramáticos en muchos países emergentes, pero en Estados Unidos las altas valoraciones de los activos son un tónico que ha impulsado una década de prosperidad, y es allí donde están realizando las principales aportaciones analíticas. Se comprende perfectamente que se exalte todo lo norteamericano. Como ha señalado Krugman (2000, p. 174), la excelente evolución de la economía de Estados Unidos induce a considerar superiores los aspectos distintivos del sistema norteamericano.

En cuanto a la movilidad internacional del capital, la situación antes descrita se repite en algunos aspectos, aunque las prevenciones sobre los problemas que puede generar una movilidad tan espectacular de los flujos financieros, están más sólidamente apoyadas en las crisis financieras de los años noventa. Aun así, los defensores de la mayor libertad posible de los movimientos del capital, exponen como primera línea de defensa la mejor asignación de los recursos; y la segunda, que no es posible un control efectivo de los flujos financieros.

La controversia es también apasionante; los críticos tienen mayor presencia aunque claramente en minoría en relación a los defensores de la movilidad sin trabas. En un trabajo reciente, Rodrik (2000, pp. 180, 181) ha apuntado, con

acierto, lo que constituye la esencia del debate. En una economía abierta, como es sabido, no es posible que se cumplan, al tiempo, las tres características siguientes: 1) tipo de cambio fijo; 2) libertad de movimientos del capital; y 3) autonomía monetaria. Es preciso optar por dos. Si se elige fijar el tipo de cambio y mantener la movilidad, hay que renunciar a la autonomía monetaria; si se desea autonomía monetaria y libre movilidad, es preciso aceptar la fluctuación del tipo de cambio; por último, si se pretende fijar el tipo de cambio y tener autonomía monetaria, se impone establecer restricciones a la movilidad del capital.

Con un esquema similar, Rodrik plantea las opciones políticas que se presentan en la actualidad en la economía mundial. Las tres características son: 1) la integración económica internacional; 2) el estado-nación; y 3) alto grado de movilización política con instituciones receptivas a las corrientes de opinión.

Como en el esquema anterior la elección ha de optar por dos de las características apuntadas. Si se desea una auténtica integración económica y mantener el estado-nación, el grado de participación política en las instituciones ha de restringirse; si la opción es la integración económica internacional, manteniendo un alto nivel de participación política, será preciso orientarse hacia un federalismo global; si se pretende un mantener un alto nivel de participación, habrá que optar entre el estado-nación y la integración económica internacional; por último, si la preferencia es el estado-nación, será preciso elegir entre la alta participación política y la integración económica internacional.

En la actualidad lo que parece es que se ha sacrificado, en alguna medida, el control político de las instituciones. Los gobiernos compiten activamente en el diseño de políticas que merezcan la confianza de los mercados financieros y atraigan los capitales. Las bases de la actuación política son: control monetario estricto, actuación gubernamental reducida, impuestos bajos, legislación laboral flexible, desregulaciones, privatizaciones y apertura al exterior. De manera que el precio de mantener el estado-nación y la integración económica y financiera internacional, es reducir el ámbito de la actuación política.



COLABORACIONES

El progreso hacia la integración de los mercados internacionales habrá de reflejarse en: una progresiva falta de autonomía monetaria y fiscal; en la reducción de los niveles de protección y asistencia social; y en la sustitución de los objetivos de crecimiento por el logro de la confianza de los mercados. La cuestión esencial es que una vez establecida como prioridad la economía global, debe reducirse en el ámbito del estado-nación el nivel de actuación política. Como señala Rodrik (ibidem, p. 83) significativamente: «*La experiencia con el patrón oro, y su fracaso, proporciona una ilustración válida de la incompatibilidad: en el período de entreguerras, al tiempo que se generaliza la aceptación del patrón oro y se organiza la fuerza laboral, los gobiernos nacionales no pueden seguir manteniendo la ortodoxia económica del patrón oro*».

A partir de este esquema, cada cual puede pronunciarse sobre lo probable o deseable de las alternativas esbozadas, o de posiciones intermedias. En este último caso cabría encuadrar una versión actualizada de *Bretton Woods*, esto es, autoridades supranacionales en alguna medida, comercio internacional liberalizado, y restricciones a los movimientos de capital.

Lo que no parece muy probable es que se camine de forma decidida hacia una federación mundial, hacia un gobierno mundial. Si esto fuera así, habría que aceptar limitaciones, bien en el nivel de integración económica y financiera internacional, bien en el grado de participación política. La aceptación de esa poda de protagonismo ciudadano en la dirección de los asuntos económicos nacionales, dependerá de la situación del país en el orden económico y social.

Lo que parece razonable, en estas cuestiones tan delicadas, es disponer de algún grado de libertad para poder afrontar el ajuste de producción, empleo, y distribución de rentas, con un mínimo de flexibilidad para evitar que las tensiones, siempre inevitables, puedan producir fracturas. Aún deberían resonar las advertencias de Keynes en una fecha crucial (1943, pp. 32, 33): «*El principal objetivo de un sistema monetario internacional debería ser, por tanto, prevenir no solamente los males resultantes de una escasez crónica de dinero internacional, debido al atesoramiento del*

oro por los países prestamistas, sino también aquellos que se derivan de las dificultades de los países para mantener la estabilidad en los costes domésticos de eficiencia, viéndose obligados a renunciar a políticas salariales nacionales, al carecer de medios para un ajuste ordenado... El error del patrón oro residió en someter las políticas salariales nacionales al dictado del exterior».

4. El riesgo financiero de la economía española

El riesgo financiero esencial de nuestra economía radica en que puedan producirse situaciones traumáticas, o fracturas, que interrumpan la excelente trayectoria de la economía española del segundo lustro de la década de los noventa, y que, afortunadamente, se mantiene en el momento actual.

Se aborda la cuestión, pues, poniendo por delante la situación económica excepcional en la que nos encontramos, y que es consecuencia de los efectos favorables de nuestra integración en el área del euro, de la actuación decidida del gobierno a favor de la disciplina fiscal, y de tener muy en cuenta la realidad empresarial. No se trata de las grandes empresas o grupos, sino de las condiciones que favorecen la actividad empresarial, el magma que posibilita el surgimiento de multitud de iniciativas. El impulso empresarial y la legitimación social del emprendedor, que se está consolidando en nuestro país es el cambio más importante y de mayor alcance que se está produciendo en la sociedad española.

Los resultados, en términos de crecimiento económico y de creación de empleo son excelentes. En los últimos seis años se ha reducido, de forma apreciable, la distancia de nuestro PIB por persona con el promedio de la Unión Europea (del 79,2 por 100 en 1995 al 83,1 por 100 en 1999), y se está corrigiendo el desempleo embalsado, suavizándose el desequilibrio más dramático de la sociedad española.

En el pasado, los desequilibrios financieros han terminado por manifestarse en dificultades en la balanza de pagos, que han desembocado, reiteradamente, en ajustes del tipo de cambio de la peseta. La revisión de la paridad ha permitido la



COLABORACIONES

reconducción de la situación. Como es sabido, ya no es posible recurrir a esta válvula, lo cual implica que las situaciones de desequilibrio, de producirse, han de encontrar otras vías de ajuste. En esa hipótesis, la cesión de capacidad productiva y empleo, así como el coste financiero de los prestatarios españoles, sería el resultado de los excesos, si estos cobrarán una dimensión que alarmara a los agentes económicos, y de forma particular a los mercados financieros internacionales.

Los posibles frentes en los cuales podrían producirse excesos que condujeran a desequilibrios son los siguientes:

- Endeudamiento de los agentes económicos.
- Valoraciones de activos.
- Inversiones de empresas españolas en el exterior.
- Inflación diferencial.

En esos cuatro frentes, lo normal es que sigamos la tendencia de los países de la Unión Europea. Lo que podría preocupar es que la evolución española difiriera continuada y significativamente de los datos de otros países, esto es, *si nuestra exposición al riesgo fuera sensiblemente más alta.*

Antes de hacer referencia específica a la situación y trayectoria de estos cuatro frentes, se aludirá al efecto de la baja de los tipos de interés, ya que esta variable es fundamental para comprender la dinámica de aquellos.

La baja de los tipos de interés ha constituido un revulsivo de gran trascendencia para la economía española. Tomando como indicador de los tipos la rentabilidad de los bonos públicos a 10 años, la década de los noventa se inicia con niveles en torno al 14 por 100 que se sitúan en el 11,2 por 100 en 1995 y en el 5,5 por 100 en marzo de 2000, después del repunte de los últimos meses desde el mínimo del 3,89 por 100 en enero de 1999.

La evolución anterior significa que desde el comienzo de la década de los noventa la reducción de los tipos ha sido del 60,7 por 100; y desde 1995 del 50,9 por 100. En la Unión Europea los tipos de interés también han descendido, pero menos en términos relativos: desde 1995 la reducción ha sido del 41 por 100. El proceso de

acercamiento de tipos entre la economía española y la de la UE, consecuencia de la mejora de expectativas en el proyecto de unificación monetaria, ha sido muy importante reduciéndose el diferencial de los bonos desde los 250 puntos básicos de 1995 a la décima parte en la cual se sitúa en la actualidad. Esa reducción tan significativa de los tipos de interés nominales ha ido acompañada de un descenso de los reales (descontada la inflación) situados en el 6,6 por 100 en 1995 y en el 2,6 por 100 en estos momentos. Como el diferencial de inflación supera al de los tipos de interés, esto supone que los tipos reales en nuestro país son claramente inferiores a los de la UE.

La baja de los tipos de interés, nominales y reales, ha modificado sustancialmente el comportamiento de los agentes económicos al impulsar la revalorización de activos mobiliarios e inmobiliarios. El aumento de la riqueza, en un entorno de crecimiento económico y del empleo muy notable, ha afectado a los cuatro frentes objeto de atención. Ha impulsado el nivel de endeudamiento, la valoración de activos, la inversión española en el exterior, y también ha aumentado la presión inflacionista.

Efectos parecidos se han producido en los países de la UE y en Estados Unidos. En la UE la progresión en esos frentes ha sido más moderada, en correspondencia con la menor baja relativa del tipo de interés y el menor crecimiento de la economía y del empleo. En España, los tipos de interés se han situado en cotas desconocidas; el coste del crédito bancario en operaciones a más de tres años que era del 20 por 100 en 1990, es en la actualidad del 6,8 por 100.

El endeudamiento de los agentes económicos

En cuanto al endeudamiento de las familias, los datos son elocuentes. Entre 1995 y 1999 el crédito del sistema bancario a este colectivo pasó del 31,96 al 46,54 del PIB. En las empresas no financieras las cifras correspondientes son el 34,64 y 44,29 por 100.

En el caso de las familias se mantiene con buen tono el crecimiento de la riqueza financiera neta (diferencia entre activos y pasivos financie-



COLABORACIONES

ros), pero el componente de la revalorización de los activos financieros es decisivo. En las empresas no financieras también las revalorizaciones son importantes para moderar el saldo negativo normal de su riqueza financiera.

Este aumento del endeudamiento, y el fuerte peso de la revalorización de activos en los balances de los agentes, genera una posición crecientemente vulnerable en términos financieros, sobre todo en un entorno de tipos de interés al alza, puesto que afecta a la carga de la deuda y, en circunstancias normales, recortará las valoraciones de los activos. No parece, pues, razonable esperar que se prolongue demasiado la tendencia de los últimos años (endeudamiento creciente, tipos de interés a la baja, y revalorizaciones de activos). De hecho, los tipos de interés han estado al alza desde enero de 1999. En ese año, las principales bolsas, incluida la española, han continuado ofreciendo resultados positivos, aunque más moderados que en años anteriores, y en el año actual los resultados son ya negativos en España y en Estados Unidos, aunque continúan levemente positivos en otras plazas.

No se pretende insinuar que la situación española, en cuanto al endeudamiento de los agentes, sea inestable, puesto que el nivel actual permite pensar que la tendencia creciente pudiera mantenerse en los próximos años; lo que se afirma es que, si eso sucediera, la posición de los prestatarios sería cada vez más vulnerable. Es significativo que el Informe del Banco Central Europeo: *Asset Prices and Stability*, las referencias bibliográficas más numerosas correspondan a un autor como H.P. Minsky, recientemente fallecido, cuya obra insiste de forma reiterada en la idea de la inestabilidad financiera provocada por el endeudamiento excesivo de los agentes en la fase positiva del ciclo (7).

Debe destacarse que la pujanza del crédito a familias y empresas no financieras por el sistema bancario, se ha financiado parcialmente mediante el endeudamiento de éste en el exterior, dado el modesto crecimiento de los depósitos bancarios

(7) En TORRERO (1985; 1993, pp. 29-34) se revisa la aportación de H.P. MINSKY. Para la actualidad de sus aportaciones: DYMSKI y POLLIN (1994).

nacionales que han tenido, en los últimos años, un competidor formidable en los Fondos de Inversión, lo cual añade un elemento adicional de vulnerabilidad.

En contraste con los agentes privados, el sector público ha reducido su nivel global de endeudamiento. El control del gasto público; los efectos fiscales del fuerte crecimiento económico; la excelente evolución bursátil que ha permitido operaciones de privatizaciones importantes y bien valoradas; el descenso de los tipos de interés; y la mayor confianza de los inversores internacionales en la economía española, han permitido una mejora muy importante de la situación financiera del sector público español.

Según datos de la *Memoria de los Mercados de Deuda Pública* correspondiente a 1999, la inversión extranjera en deuda pública española aumentó un 76 por 100 ese año, pasando la participación extranjera del 17,5 al 25,6 por 100 del volumen total existente. En ese último año las emisiones brutas han disminuido por el menor déficit y el alargamiento de la vida media de las emisiones; el volumen total de deuda se ha reducido en 1,5 puntos situándose en el 63,5 por 100 del PIB. Desde 1995, el coste medio de la deuda se ha reducido en 4 puntos lo que ha supuesto un ahorro en el período 1995-1999 de 4,6 billones (españoles) de pesetas.

Los datos expuestos muestran la trascendencia del saneamiento financiero del sector público y los factores que lo han impulsado. Naturalmente, la favorable coyuntura económica ha conducido a logros tan importantes por la decidida voluntad política de que el sector público español se comportara de forma rigurosa.

Las valoraciones de los activos

En el período 1995-1999, la capitalización de los valores españoles en la Bolsa de Madrid prácticamente se ha cuadruplicado, y en términos de PIB ha pasado del 26,24 al 72,27 por 100. En ese lustro, la revalorización anual acumulativa del Índice General de la Bolsa de Madrid fue del 28,76 por 100; y el PER (relación cotización-beneficio por acción), ha pasado de 11,98 a 24,93.



COLABORACIONES

Las cifras son elocuentes respecto al notable aumento que se ha producido en la riqueza financiera, lo cual ha afectado a las decisiones de gasto e inversión tanto de familias, como de empresas no financieras y entidades del sistema bancario.

Estos datos no reflejan por completo, sin embargo, el alcance de la revalorización de activos que ha tenido lugar, puesto que no recogen ni las elevaciones de los precios de los inmuebles, ni las mayores valoraciones de empresas no cotizadas, que se han beneficiado también de los altos precios que asignan los mercados a las empresas que cotizan oficialmente.

El aumento de la riqueza, junto al incremento de la renta disponible y del empleo, y la mejora de las expectativas, ha impulsado el gasto de consumo de las familias y la inversión en viviendas. En las empresas no financieras las mayores valoraciones bursátiles constituyen un aliciente para aumentar la inversión real. También las altas valoraciones y el fácil acceso al crédito en excelentes condiciones están en la base del ambicioso programa de inversión en el exterior de las empresas españolas. Por último, las plusvalías de las carteras de valores de los grandes bancos y de las cajas de ahorro más importantes han favorecido la realización de inversiones de alto riesgo en el exterior, ya que cualquier pérdida que se produjera podría afrontarse con tranquilidad. En la cartera crediticia la apreciación de los activos ha mejorado las garantías y favorecido, en general, el buen fin de la operación de crédito.

Las inversiones en el exterior de las empresas españolas

España ha sido tradicionalmente receptor de inversiones extranjeras, y el volumen de éstas, significativo desde la década de los sesenta, ha experimentado en los últimos años progresos importantes, en consonancia con la mayor integración internacional, y la creciente confianza de los inversores extranjeros en la estabilidad social y en la pujanza de nuestra economía integrada en la Unión Europea.

Lo que es novedad en nuestra historia es la inversión masiva de las empresas españolas en el

exterior, cuyo volumen anual se ha multiplicado por 22 en el último lustro. Los datos desde 1996 son expresivos de su trascendencia:

Que las empresas españolas inviertan en el exterior es un hecho positivo. Lo que puede preo-

INVERSIONES ESPAÑOLAS ANUALES EN EL EXTERIOR				
	1996	1997	1998	1999
Porcentaje sobre el PIB español	1,7	5,2	11,2	13,8

Fuente: Banco de España. Informe Anual 1999.

ocupar es el volumen y la rapidez del proceso, en un país con déficit en la balanza por cuenta corriente, esto es, que precisa del ahorro exterior para financiar su inversión interna. Aludiré, a continuación, a cuatro características de las inversiones en el exterior, para intentar explicar después las razones que las impulsan, y finalizar con algunas observaciones al riesgo que suponen para la economía española.

a) Concentración empresarial

Un número importante y creciente de empresas españolas están realizando inversiones en el exterior. Sin embargo, los grandes protagonistas que absorben la mayor parte del volumen total son, por este orden, Repsol, Telefónica, Endesa, BSCH, BBVA e Iberdrola.

b) Concentración en una zona

La mayor parte de la inversión española en el exterior se ha concentrado en América Latina. (En 1999, ésta supuso el 63 por 100 de la inversión directa total).

c) Concentración en la prestación de servicios

El grueso de la inversión española en el exterior está ligada a la prestación de servicios: servicios financieros, telefónicos, distribución de energía y agua. La rentabilidad de estas inversiones depende de las decisiones políticas y administrativas de los países, y no incorporan tecnología difícilmente apropiable.



COLABORACIONES

d) *Concentración en las empresas bursátiles más importantes*

Los grandes inversores españoles en el exterior y básicamente en América Latina, son las principales empresas de la Bolsa española. Los grupos empresariales anteriormente citados suponían, según el «Informe de Mercado» de 1999 de la Bolsa de Madrid, el 66,47 por 100 de la capitalización de las acciones españolas cotizadas; el 67,25 por 100 del Índice General; el 74,64 por 100 del IBEX; y el 73,94 por 100 del volumen de contratación. Puede afirmarse, pues, que la suerte de las inversiones en América Latina influye de manera directa e importante en la evolución de nuestro mercado bursátil.

Este fuerte proceso de inversión en el exterior se está realizando para aumentar los beneficios y la valoración bursátil de las empresas. Los principales protagonistas de la expansión desarrollan su actividad en un mercado interno crecientemente competitivo y en servicios en los cuales el nivel de precios, establecido por tarifas, es decisivo para sus cuentas de resultados pero también para la inflación. La expansión internacional permite el progreso de la valoración de las empresas por la doble vía interrelacionada de los tipos de interés y los niveles de PER.

En cuanto al PER, la incorporación a sus cuentas de resultados de beneficios obtenidos en el exterior, permite el crecimiento del beneficio por acción y la capitalización bursátil, en tanto que el mercado mantenga un nivel de PER correspondiente a un país europeo y estable para aplicarlo a una cifra de beneficios con un componente creciente de la aportación del exterior. La esencia de la cuestión es que los beneficios se están obteniendo con un mayor nivel de riesgo, en correspondencia con el cual la rentabilidad de las inversiones es mayor, y también lo es la inestabilidad potencial.

Respecto al tipo de interés, simplemente la sustitución de endeudamiento en las empresas extranjeras que han de pagar una alta prima de riesgo, por recursos aportados por firmas españolas que pueden obtenerlos con un coste muy inferior, implica mejoras importantes en las cuentas de resultados de las empresas participadas. Para

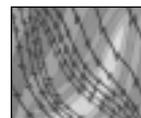
las empresas españolas, la sustitución implica la asunción de mayor riesgo, y las operaciones serán positivas en la medida en que los mercados financieros no lo tengan en cuenta en su calificación de riesgo.

En síntesis, el incremento de la rentabilidad de las principales empresas españolas no se debe solamente a la mejora de la productividad empresarial sino a la asunción de un mayor nivel de riesgo. Las empresas españolas están aprovechando la excelente credibilidad de los países más importantes de la Unión Europea para obtener financiación abundante con coste reducido. Naturalmente, cuando se asume un riesgo mayor es porque se incrementa la posibilidad de que puedan surgir problemas en las inversiones realizadas en esas zonas más inestables.

No debe colegirse de lo anterior una crítica a la expansión internacional de la empresa española en América Latina. La conexión más estrecha con el exterior de la economía española es un hecho positivo e incluso obligado con nuestro actual nivel de desarrollo. Que el área elegida sea América Latina parece natural, conforme con nuestras posibilidades, y con los lazos históricos y lingüísticos. No obstante, *es preciso reflexionar sobre la dimensión de la apuesta*, realizada por muy pocas empresas, compitiendo duramente entre ellas en las compras, sin una base tecnológica esencial que blinde las inversiones y los resultados, y en actividades cuyos beneficios dependerán de las decisiones políticas de los países.

Es posible que la reiterada inestabilidad del pasado en esa zona geográfica no se repita en el futuro. Eso es lo deseable, pero una evaluación prudente de las expectativas debería considerar la vulnerabilidad que se deriva de estructuras fiscales débiles, bajas cuotas de ahorro, fuerte desigualdad en la distribución de la riqueza y la renta, e importante dependencia de la financiación internacional para cubrir los déficit en la balanza por cuenta corriente (8). Se argumenta que los fundamentos microeconómicos son más firmes que en el pasado, y que ello evitará la repetición de crisis

(8) En cuanto a la incidencia de los factores sociales sobre el crecimiento económico me parece convincente el trabajo de RODRIK (1998).



COLABORACIONES

financieras. Es seguro que las inversiones españolas han fortalecido a las economías de América Latina y, en particular, están contribuyendo a la mayor solidez de los sistemas bancarios, protagonistas destacados de episodios de inestabilidad anterior (9). Lo que también es cierto es que España ha asumido un riesgo importante.

Se ha hecho referencia al riesgo de España, puesto que la cuestión podría tener tal trascendencia que afectara a las cuentas de resultados y a la valoración de las empresas implicadas en un hipotético episodio de inestabilidad. Pero, además, por las características de estas empresas, en caso de una crisis en la región, el efecto podría llegar a incidir en el conjunto de nuestra economía. Una vía de conexión podría producirse a través de tarifas de servicios públicos, y de un mayor coste del crédito, si se intentaran recomponer las cuentas de resultados de las empresas inversoras, en el caso de que surgieran problemas serios. Dista de estar claro, sin embargo, cómo pueden realizarse esos ejercicios de distribución de rentas en una economía abierta como es la española.



COLABORACIONES

La inflación diferencial

España ha tenido tradicionalmente una inflación mayor que la de los países industriales, y en particular superior a la UE, zona en la que se concentra nuestro comercio exterior. Esta mayor inflación implicaba una pérdida continua de competitividad que, cuando llegaba a límites insostenibles, obligaba a devaluaciones monetarias que restituyeran la competitividad perdida.

En la actualidad, respecto a esta cuestión, hay que considerar dos hechos: el primero, que seguimos teniendo una inflación mayor que nuestros socios europeos, aunque la diferencia sea mucho mas reducida que en el pasado; el segundo, que ya no podemos esperar devaluaciones compensatorias.

El asunto es, pues, de suma importancia. En ocasiones se intenta minimizarlo aduciendo que nuestro mayor crecimiento y nuestro menor nivel de renta implica mas tensión en los precios; en otras, sin embargo, el propósito es dilucidar si

ello comporta que se estén acumulando pérdidas de competitividad (10). Parece que las cifras del comercio exterior de España ponen de relieve la pérdida de competitividad, aunque el mayor crecimiento económico contribuya al fortísimo déficit comercial, pese al deterioro del tipo de cambio del euro.

Se ha señalado que el diferencial de inflación es reducido, pero lo que debe preocupar de su recurrencia es que embalsa un desequilibrio de difícil corrección. Las mayores tensiones proceden de los precios de los servicios públicos, y el expediente inmediato sería reducir su nivel; el peligro es que ello afecte a las cuentas de resultados de las empresas, a su valoración bursátil, y a su capacidad de inversión. No es preciso insistir en las consecuencias de las bajas en la valoración de activos, puesto que serían las contrarias de las positivas que se han generado en los últimos años.

Parece claro que la tendencia actual no puede prolongarse indefinidamente, pero si podría mantenerse durante un tiempo, hasta que el desequilibrio se considerara excesivo. La capacidad de sostener el desequilibrio en el tiempo, consecuencia de nuestra integración en un área económica de gran estabilidad, puede ser, paradójicamente, nuestro mayor problema, porque puede inducir a que nuestros políticos contemplen el proceso con su medida del tiempo, y no con la más objetiva con la cual intentamos hacerlo los economistas profesionales.

De manera que lo alarmante de la situación proviene de la dificultad de la corrección de rumbo. El ajuste, de producirse, habrá de realizarse mediante la cesión de producción, de empleo, y de renta. Ahora bien ¿De qué producciones? ¿De qué empleos? ¿De qué rentas?

La presión mas intensa e inmediata se ejercería sobre las industrias mas expuestas a la competencia internacional, y la incidencia de la pérdida de competitividad sería tanto mayor cuanto menor fuera el peso de las importaciones en las estructuras de costes, y mas dependencia se tenga de los precios de venta para mantener cuota de mercado en el interior y en el exterior.

(9) Ver, en este sentido, EDWARDS (1998).

(10) El trabajo de ALBEROLA (2000) analiza ambos puntos sin llegar a un diagnóstico claro.

Podría establecerse una relación ordenada de actividades según el nivel de vulnerabilidad, y se pondría en evidencia que la perentoriedad del ajuste en algunos sectores contrasta con la capacidad de resistencia de otros. Entrarían entonces en juego posibles fracasos de coordinación, que dificultarían una reconducción ordenada de la situación, por la distinta urgencia de las diferentes actividades para afrontar un ajuste que, inevitablemente, tendría que concentrarse en las rentas salariales. Es de suponer, asimismo, resistencias en ese campo al no afectar el ajuste a otro tipo de rentas.

En la situación anterior a la moneda única, la salida reiteradamente utilizada era recuperar la competitividad a través de la pérdida de valor de nuestro signo monetario, lo cual afectaba a todas las actividades y rentas, y aliviaba de forma directa e inmediata a las empresas más expuestas a la competencia en el mercado doméstico y en el internacional, que constituye el segmento más delicado y vulnerable de nuestra economía. Eliminada esta vía, solamente es posible recuperar competitividad presionando a la baja los costes de producción, lo cual no es fácil, ni rápido, en economías industriales modernas dotadas, afortunadamente, de una amplia red asistencial.

Precisamente, por estas dificultades de ajuste, es tan importante impedir que se embalsen desequilibrios en el frente de los precios, que pueden sobrellevarse en el corto y en el medio plazo, pero constituyen una amenaza segura en el largo plazo.

5. Consideraciones finales

Se ha pasado revista a los posibles factores de riesgo financiero de la economía española haciendo referencia a los posibles frentes por separado, pero es importante percibir la interrelación que existe entre ellos, ya que pueden producirse efectos amplificadores mayores de lo que pudiera sugerir algún acontecimiento que afectara a un aspecto determinado. Por ejemplo, unos resultados inferiores a lo esperado de la inversión exterior de las empresas españolas, podría afectar a su capitalización bursátil, a las condiciones de su endeudamiento, e incluso a la inflación diferen-

cial. Los mismos efectos interrelacionados se derivarían de alteraciones en cualquiera de los otros frentes, o en los tipos de interés y la evolución de los mercados financieros internacionales.

La calificación de frente de riesgo no se deriva de una actuación normal de los agentes, sino de que ésta genere una tendencia insostenible en el largo plazo para el conjunto de la economía. Es normal que los agentes económicos se endeuden, pero no es sostenible durante mucho tiempo que en una economía con una tasa de crecimiento del PIB del 6-7 por 100 (en términos nominales), el endeudamiento de familias y empresas aumente el 20 por 100 anual. Lo mismo cabe decir del ritmo de crecimiento de la valoración de activos, de la evolución de las inversiones de nuestras empresas en el exterior, o de la inflación diferencial.

Los dos factores que están en la base de esos frentes de riesgo son los tipos de interés y la coyuntura bursátil. Entre ambos existe, normalmente, una relación inversa, aunque pueda mantenerse una relación directa, por algún tiempo, como consecuencia de la consolidación de expectativas favorables de los inversores, propias de un ciclo económico y bursátil favorable y prolongado.

Que el clima de expectativas es fundamental para el acontecer económico, es aceptado por todos. Lo que constituye una novedad es el protagonismo, tan destacado en la actualidad, de los mercados financieros, y más concretamente de las bolsas. Ignoramos el futuro, pero nos vemos obligados a comportarnos como si eso no fuera así; sin embargo, *el grado de incertidumbre y la volatilidad de las expectativas* no son las mismas en todos los momentos ni en las distintas facetas de la actividad económica. En el mundo de las empresas, *el grado de incertidumbre y la volatilidad de las expectativas* difieren entre los sectores; y aún dentro de la misma rama de actividad, depende del nivel de integración de la empresa en el proceso productivo.

Lo característico de la coyuntura actual es el peso extraordinario de las empresas situadas en los sectores de la nueva economía en la revolución tecnológica que estamos viviendo, en la cual la incertidumbre respecto del futuro, y la probabi-



COLABORACIONES

lidad de triunfos resonantes, o de fracasos espectaculares, es tan elevada. Se ha argumentado, que es precisamente este marco incierto e innovador lo que explica el protagonismo bursátil, puesto que un gran número de inversores están en mejores condiciones para *evaluar y soportar* los riesgos de ese entorno tan incierto y volátil.

Cuando a la incertidumbre de la nueva economía, se une la propia de unos mercados de acciones en ebullición, la incertidumbre y la volatilidad se multiplican. Las expectativas de los inversores cambian con rapidez y la situación puede modificarse, de manera radical, en un cortísimo espacio de tiempo.

Las consecuencias de las alteraciones bruscas susceptibles de producirse afectan de forma muy distinta a los agentes económicos, y a las naciones, dependiendo de su exposición al riesgo y de su capacidad de adaptación a las nuevas circunstancias. Una elevación de los tipos de interés en Estados Unidos, es posible que dé lugar a una baja en las valoraciones de los activos sin grandes consecuencias, pero esa variación puede tener un efecto mucho mayor en países obligados a refinar una deuda externa voluminosa en los mercados internacionales. En efecto, la subida de tipos de los activos en dólares puede orientar a los inversores hacia la calidad, lo que implica el aumento de la prima de riesgo para los países emergentes, los cuales, en ocasiones, están ya al límite del ajuste que la sociedad puede tolerar en países con creciente desigualdad.

Las empresas españolas están incrementando sus beneficios, pero las más importantes lo están haciendo asumiendo mayores niveles de riesgo en áreas inestables. También el alto crecimiento de la economía española está basado en un aumento de las posiciones de riesgo en los frentes a los que he hecho referencia. Ni el endeudamiento de los agentes puede continuar progresando al ritmo actual, ni pueden hacerlo las valoraciones de los activos, la inversión en el exterior, y la inflación diferencial.

La prudencia exige, pues, moderar la tendencia en todos los frentes, lo cual supone, en definitiva, aceptar la imposibilidad de mantener por mucho tiempo el actual ritmo de crecimiento económico y del empleo. Si se continuara la presión

en todos los frentes, nos situaríamos en posiciones cada vez más vulnerables ante cualquier evento negativo, el cual, seguramente, nos afectará en mayor medida por haber asumido mayor riesgo. Como las consecuencias de posibles ajustes traumáticos pueden ser tan importantes, lo razonable es intentar impedir que continúen embalsándose desequilibrios tan difíciles de corregir.

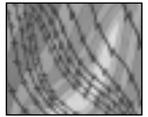
Bibliografía

1. ALBEROLA, E. (2000): La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria. *Banco de España. Boletín Económico*. Abril, pp. 67-76.
2. ANGELL, W. (1997): Understanding 1929. *The Wall Street Journal Europe*. March 10.
3. BERNANKE, B. y M. GERTLER (2000): Monetary Policy and Asset Price Volatility. *National Bureau of Economic Research*. Working paper 7.559. February.
4. BERNSTEIN, P.L. (1996): *Against the Gods. The Remarkable Story of Risk*. John Wiley & Sons. USA.
5. BRADY, N.F. (Presidente) (1988): *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*. U.S. Government Printing Office. Washington. January.
6. DYMSKI, G. y R. POLLIN (1994): *New Perspectives in Monetary Macroeconomics (Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky)*. Ann Arbor. The University of Michigan Press.
7. EDWARDS, S. (1998): Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story?. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper n1 6441. March.
8. EUROPEAN CENTRAL BANK (2000): *Asset Prices and Banking Stability*. April.
9. HIRSCHMAN, A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press.
10. KEYNES, J.M. (1932): Pros and Cons of Tariffs. *The Listener*. 30 November. The Collected Writings. Vol. XXI, pp. 204-210.
11. KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory of Employment Interest and Money*. The Collected Writings. Vol. VII. Traducción al español: Fondo de Cultura Económica, México, 1943; Editorial Aosta. Madrid, 1998.
12. KEYNES, J.M. (1943): The Objective of International Price Stability. *The Economic Journal*. June-September. The Collected Writings. Vol. XXVI, pp. 30-33.
13. KRUGMAN, P. (2000): Can America Stay on Top?. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 14, n1 1. Winter, pp. 169-175.
14. MILLER, M.H. (1991): *Financial Innovations & Market Volatility*. John Wiley & Sons, Inc. USA.
15. RODRIK, D. (1998): Where Did All the Growth Go?



COLABORACIONES

- External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, n1 6350. January.
16. RODRIK, D. (2000): How Far Will International Economic Integration Go?. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 14, n1 1. Winter, pp. 177-186
 17. ROGOFF, K. (1999): International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 13, n1 4. Fall, pp. 21-42.
 18. SHILLER, R.J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
 19. STIGLITZ, J.E. (1999a): Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice. Annual World Bank Conference on Development Economics 1998. *The World Bank* (pp. 9-58).
 20. STIGLITZ, J.E. (1999,b): The World Bank at the Millennium. *The Economic Journal*. November, pp. 577-597.
 21. TORRERO, A. (1985): Una visión peculiar de la economía financiera. *Círculo Empresarial*, n1 31, pp. 53-58.
 22. TORRERO, A. (1993): *La crisis del Sistema Bancario: Lecciones de la experiencia de Estados Unidos*. Ed. Civitas. Madrid.
 23. TORRERO, A. (1998,a): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. Ed. Civitas. Madrid.
 24. TORRERO, A. (1998,b): Actualidad de las inquietudes financieras de Keynes. *Boletín Económico de ICE*, n1 2576. Del 8 al 14 de Junio, pp. 11-24. Reproducido en *Análisis Financiero*. Tercer Cuatrimestre, pp. 20-35.
 25. TORRERO, A. (1999): La importancia de las Bolsas en la internacionalización de las finanzas. *Análisis Financiero*, n1 79. Tercer Cuatrimestre, pp. 62-77.
 26. TORRERO, A. (2000,a): Ideas de Keynes sobre los mercados bursátiles. *Sistema*, n° 155, 156. Abril, pp. 159-173.
 27. TORRERO, A. (2000,b): *El renovado interés por el funcionamiento del patrón oro y otros trabajos sobre bolsa y finanzas*. Ed. Pirámide. Madrid (en proceso de impresión).



COLABORACIONES