

## ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LAS PERTURBACIONES RECIENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Luis Ángel Rojo DUQUE\*

En los últimos años, el mundo de las finanzas internacionales ha mostrado cierta propensión a los episodios de inestabilidad. La opinión pública ha seguido con preocupación, y a veces con sobresalto, estas crisis financieras recurrentes, aunque, finalmente, ha tendido a prevalecer la idea de que la evolución real de las economías se ha visto, en general, relativamente poco afectada por estos movimientos de los mercados financieros, que tienden a ser vistos, cada vez más, como una parcela de la economía de notable complejidad técnica y de dudosa conexión con la evolución de las variables económicas reales. Sin embargo, estas convulsiones periódicas son doblemente preocupantes: porque sus causas — aunque son, en ocasiones, oscuras— parecen apuntar a deficiencias relativamente serias en el funcionamiento de la economía mundial, y porque sus efectos sobre la economía real distan de ser inocuos.

En octubre de 1987, la caída generalizada de las bolsas mundiales —a partir del derrumbe de las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York— desencadenó temores de una crisis similar a la de los años treinta, que, afortunadamente, no se vieron confirmados por la evolución posterior de la economía mundial. Entre el verano de 1992 y el verano de 1993, los tipos de cambio de las monedas participantes en el Sistema Monetario Europeo —y de otras monedas ligadas indirectamente a este acuerdo— se vieron sometidas a una oleada de tensiones, devalua-

---

\* Sesión del día 22 de marzo de 1994.

ciones y abandonos del compromiso cambiario, que señalaron una brusca ruptura con la apariencia de estabilidad del quinquenio anterior, y que han conducido a una relajación sustancial de los vínculos entre las monedas europeas.

Sin embargo, tras la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas europeas al  $\pm 15$  por 100, el pasado 2 de agosto, un cierto clima de tranquilidad se había ido asentando en los mercados financieros europeos. Desde entonces, las cotizaciones de las monedas que se mantienen en el mecanismo de cambios han tendido a estabilizarse en torno a las paridades centrales vigentes y, hasta hace algunas semanas, los tipos de interés a corto y a largo plazo habían tendido a aproximarse. Sin embargo, en el mes de febrero de 1994, se ha producido una caída generalizada de los precios de los bonos —es decir, un aumento de los tipos de interés a largo plazo—, cuyo factor desencadenante procede de fuera del área europea, y cuyas razones principales apuntan a ciertos problemas de funcionamiento de la economía mundial. El tema es importante: en España, y solo referido el cómputo a las tenencias de deuda a medio y largo plazo, las pérdidas se elevaron, en pocas semanas, a más de 750.000 millones. Esto, a su vez, es un fenómeno claramente negativo en momentos de débil recuperación de la actividad.

En mi intervención me propongo aportar algunas reflexiones sobre la naturaleza de estos problemas que afectan a la organización y funcionamiento del Sistema Monetario Internacional; al marco de acuerdos y prácticas que regulan el comercio mundial; a los mecanismos de coordinación internacional de las políticas económicas, en lo que atañe a los países industrializados; y a la regulación de unos mercados financieros internacionales en continua expansión, y cuyo grado de integración con los mercados nacionales es muy elevado.

Antes de abordar estos problemas, haré una breve recapitulación de los acontecimientos más recientes en los mercados internacionales de bonos y de sus causas.

En 1993 se produjo una caída generalizada de los tipos de interés a largo plazo en los principales países. Así, los tipos a 10 años descendieron 1 punto en Estados Unidos, 1,3 puntos en Japón, 1,5 puntos en Alemania, 1,4 puntos en Francia, 2,1 puntos en el Reino Unido, 4,7 puntos en Italia y 4,2 puntos en España. Sin embargo, mientras que en los países europeos y en Japón la tendencia al descenso de los tipos a largo plazo se mantuvo durante todo el año 1993, en Estados Unidos se comenzó a detectar un cambio de tendencia en el último trimestre del año, en el que los tipos a 10 años aumentaron medio punto, después de haber alcanzado un mínimo del 5,3 por 100 en el mes de octubre.

La tendencia generalizada al descenso de los tipos a largo plazo se explica, principalmente, por las expectativas de que las tasas de inflación de los países industrializados, en la actualidad relativamente bajas en comparación con la his-

toria reciente, se mantendrán en torno a esos niveles en los próximos años. El repunte al alza de las rentabilidades en Estados Unidos en los últimos meses de 1993 parecía ser, por su parte, el resultado de una posición en el ciclo económico más adelantada que la del resto de los países, de manera que, al igual que la fase recesiva se había iniciado antes en dicho país, también la recuperación estaba siendo más temprana y, además, estaba adquiriendo notable vigor.

La elevación de las rentabilidades en los mercados a largo plazo al inicio de la fase alcista del ciclo admite dos interpretaciones: los mercados pueden estar anticipando mayores tasas de inflación en el futuro o pueden estar esperando que las autoridades reaccionen frente a los riesgos inflacionistas mediante un endurecimiento de la política monetaria, lo que induce subidas de los tipos a corto plazo esperados que, de este modo, se incorporan a los tipos a más largo plazo. Ambas interpretaciones no son alternativas, sino que, por el contrario, pueden ser en cierto modo complementarias, aunque sus posibles efectos sobre los diferentes plazos de los tipos de interés son una materia compleja, como lo son siempre en economía todas las cuestiones relacionadas con la dinámica de las expectativas. En todo caso, la evolución del mercado norteamericano de bonos en el último trimestre de 1993 —que todavía no se consideraba especialmente preocupante— parecía apuntar a la aparición de ciertos riesgos inflacionistas, toda vez que el repunte de rentabilidades se había producido, especialmente, en los plazos más largos.

En estas circunstancias, el 4 de febrero de 1994, la Reserva Federal norteamericana decidió elevar en un cuarto de punto uno de sus tipos oficiales (el de los llamados Fondos Federales), que se había mantenido estable —en el 3 por 100— durante los 17 meses anteriores. La trascendencia de tal decisión procede, más que de la magnitud de la subida —ciertamente pequeña—, del hecho de que representa, posiblemente, el inicio de una tendencia. Los principales datos publicados en aquel momento no parecían señalar tensiones inflacionistas en el horizonte inmediato, excepto por lo que respecta a indicadores indirectos como la utilización de la capacidad productiva, el crecimiento real de la economía y la propia subida de los tipos de interés a largo plazo. Las autoridades monetarias norteamericanas, de hecho, justificaron su decisión como una medida preventiva, que trataba de hacer frente a posibles tensiones inflacionistas que pudieran surgir en el futuro, más que a evoluciones observadas o a datos conocidos.

La reacción de los mercados americanos de bonos fue, sin embargo, muy brusca: el precio de los bonos a más largo plazo cayó rápidamente, de manera que los tipos de interés a 10 años aumentaron, hasta el día 2 de marzo, 0,8 puntos, alza notable para un instrumento financiero a largo plazo en un período tan breve. Esta abrupta elevación de los tipos a largo plazo tiene algo de paradójico, puesto que, si el endurecimiento de la política monetaria tenía un carácter preventivo, y no había, por el momento, indicadores claros de tensiones de precios,

las expectativas de inflación deberían haberse moderado. Se han barajado varias explicaciones a esta reacción de los mercados de bonos:

En primer lugar, y dentro de ese juego de expectativas tan importante en los mercados financieros, se ha argumentado que los mercados sospecharon que la Reserva Federal tenía información sobre la inflación esperada que ellos no conocían, y que esta información —ya que no la información por todos conocida— justificaba su actitud de extrema cautela. Es difícil aceptar esta línea de argumentación, especialmente en un país donde la publicación de información estadística es extraordinariamente cuidadosa y transparente, y donde poderosos institutos privados de análisis y predicción gastan grandes sumas de dinero en anticipar las decisiones de las autoridades monetarias, hasta el punto de que esta actividad ha conducido a la creación de toda una progresión: los «Fed-watchers», o vigilantes de la Reserva Federal. No creo, por tanto, que haya que buscar una justificación a la reacción de los mercados en este juego de expectativas basadas en indicadores no conocidos.

En segundo lugar, se ha argumentado —en mi opinión con mayor fundamento— que la evolución de los tipos a largo plazo ha venido inducida, más que por el endurecimiento de la política monetaria en sí, por la evolución del tipo de cambio del dólar, que se ha depreciado fuertemente frente al yen a raíz de la ruptura de las negociaciones para la corrección del voluminoso superávit comercial que Japón mantiene frente a Estados Unidos. Es este un problema antiguo de la economía mundial, que no han conseguido corregir ni una evolución cíclica favorable entre los años 1989 y 1991 —período en el cual la economía norteamericana se encontraba en recesión, mientras Japón crecía a una tasa media del 4, 5 por 100— ni la depreciación del dólar frente al yen (superior al 50 por 100 entre 1985 y 1993). Las autoridades norteamericanas, conscientes de que la evolución cíclica de los próximos años no hará sino agravar los desequilibrios, y convencidos de que la raíz del problema reside en diversas barreras que impiden la penetración de los potenciales exportadores estadounidenses en el cerrado mercado japonés, han intentado recurrir a mecanismos de presión directa sobre las autoridades japonesas. En estas circunstancias, la ruptura de las negociaciones ha hecho, aparentemente, que los mercados pensarán que sería necesaria una mayor debilidad del dólar en el futuro para alcanzar una cierta reducción del déficit comercial bilateral. Pero, ¿qué relación podrían tener estos acontecimientos con la evolución de los mercados de deuda norteamericanos?. Los partidarios de esta hipótesis lo explican en los siguientes términos: la contrapartida de la acumulación de un fuerte superávit comercial frente a Estados Unidos por parte de Japón ha sido, precisamente, la adquisición, por este país, de un volumen creciente de activos financieros en dólares, principalmente materializados en títulos de deuda pública. La rentabilidad de estas inversiones, desde el punto de vista de los japoneses tenedores de activos denominados en dólares, depende más de la evolución futura del tipo de cambio en-

tre el dólar y el yen que de su tipo de interés; por este motivo, una revisión brusca de las expectativas cambiarias, en detrimento del dólar, ha podido provocar ventas masivas de títulos de deuda norteamericanos, que habrían desencadenado una caída de los precios. Esta explicación, aunque más convincente que la anterior, presupone, no obstante, un liderazgo de los inversores japoneses en el mercado de deuda norteamericano que no está claramente justificado por el volumen de dichas inversiones, de acuerdo con las estadísticas disponibles.

En tercer lugar, se ha argüido que, en realidad, las ventas iniciales de bonos americanos que desencadenaron su tendencia a la baja proceden, principalmente, no de inversores japoneses sino de los llamados Fondos de Cobertura («Hedge Funds»), denominación especialmente desafortunada, pues se trata de instituciones especializadas en inversiones fuertemente especulativas, de alto riesgo y que operan buscando un elevado rendimiento a corto plazo. Estas instituciones, que han crecido rápidamente en los últimos años —y a las que se atribuyó, en buena parte, la especulación sobre las divisas europeas que obligó a una reformulación radical de las reglas del Sistema Monetario Europeo—, son Fondos localizados en paraísos fiscales, cuyo pasivo está integrado por aportaciones de particulares acaudalados, principalmente norteamericanos, o Fondos localizados en Estados Unidos, pero con un número de participes inferior a 99, lo que les permite estar sometidos a una actividad supervisora relativamente laxa. Su activo se materializa en inversiones de alto riesgo: principalmente, en divisas y productos de mercados derivados (futuros, opciones), y se caracterizan por un elevado apalancamiento, es decir, que mueven sumas de dinero muy superiores a sus fondos propios, tomando a préstamo cantidades importantes. Este voluminoso endeudamiento a corto plazo hace que sean muy sensibles al coste de la financiación de sus inversiones. Pues bien: aparentemente, estos Fondos de Cobertura habrían tomado fuertes posiciones en los mercados derivados de los bonos norteamericanos —futuros y opciones— en meses anteriores, anticipando un descenso de los tipos de interés, y, al materializarse la tendencia inversa, se habrían visto obligados a deshacer parte de sus posiciones, realizando pérdidas y arrastrando a los mercados subyacentes —los mercados al contado— y a otros inversores, que se habrían sumado a la tendencia a la baja, so pena de incurrir también en cuantiosas pérdidas. De acuerdo con esta línea de argumentación, la realimentación de la tendencia inicial habría venido también inducida por los mecanismos de «negociación automática» —programas de gestión de carteras de los que disponen los grandes inversores institucionales, muy similares entre sí, y que, con el fin de minimizar las pérdidas ante una evolución adversa de los precios, desencadenan ventas masivas de títulos cuando su precio desciende por debajo de determinado umbral, contribuyendo a amplificar la tendencia inicial—.

He mencionado algunos de los argumentos aportados para explicar la evolución reciente del mercado de bonos norteamericano. Sin embargo, creo que tie-

ne más interés comentar los acontecimientos que, paralelamente, se producían en los mercados europeos, y que son, en cierto modo, más paradójicos e inquietantes. A lo largo del mes de febrero, y mientras la rentabilidad de la deuda a 10 años aumentaba en 0,8 puntos en Estados Unidos, el tipo de interés comparable subió 0,5 puntos en Alemania, 0,8 puntos en Francia, 0,9 puntos en el Reino Unido, 1,2 puntos en Italia y 1,3 puntos en España; en Japón, entre tanto, los tipos a 10 años subieron medio punto. En ninguno de estos países se ha producido, aparentemente, una revisión al alza de las expectativas de inflación; al contrario, todos ellos se encuentran sumidos en fases recesivas de distinta severidad —excepto el Reino Unido, cuyo ciclo económico está más sincronizado con el de Estados Unidos—, y muestran una evolución de los precios conducente a la reducción de las tasas de inflación, según los indicadores disponibles. ¿Qué factores explican, entonces, el contagio de la caída del precio de los bonos norteamericanos a los mercados del resto del mundo, en particular los europeos?

Una primera explicación sería pensar que el aumento de los tipos de interés en Estados Unidos ha limitado el posible recorrido del proceso de reducción de tipos en Europa. De este modo, las expectativas que existían, antes del mes de febrero, de una notable caída de los tipos de interés en Europa, se habrían revisado para incorporar una senda de tipos de interés esperados más elevada. Sin embargo, ¿cuál es el mecanismo de transmisión entre los tipos a largo plazo americanos y europeos? El principal canal de influencia de los primeros sobre los segundos es el tipo de cambio: en la medida en que Alemania continúa actuando como líder en la determinación de los tipos de interés europeos, y en la medida en que las autoridades monetarias de dicho país son sensibles, en su política de control de la inflación, a la evolución del marco frente al dólar, un aumento de los tipos de interés norteamericanos entraña mayores expectativas de apreciación del dólar frente al marco y, por tanto, manteniéndose todo lo demás constante —en particular los objetivos anti-inflacionistas del Bundesbank—, menores descensos de los tipos de interés en Alemania y, por ende, en Europa. Subyace a este juego de tipos esperados un problema de primera magnitud para la economía mundial: las notables divergencias cíclicas entre las principales economías, a las que me referiré más adelante, en el contexto de las dificultades para la coordinación de las políticas económicas.

En todo caso, el derrumbe de las cotizaciones de la deuda en Europa por contagio de los mercados americanos se habría visto impulsada, adicionalmente, por la actuación de los grandes inversores institucionales, que mantienen carteras diversificadas en los principales mercados mundiales, y que se habrían visto obligados, a raíz de la caída de las cotizaciones en el mercado norteamericano, a cubrir pérdidas o a reponer garantías mediante la liquidación de posiciones en otros mercados, lo que habría desencadenado ventas de bonos en Europa y en Japón. De alguna manera, en una situación de incertidumbre caracterizada por la caída del precio y la elevada volatilidad de los bonos, y por las dudas respecto a la ten-

dencia de las principales divisas, se habría producido un desplazamiento generalizado hacia posiciones más líquidas, en detrimento de las colocaciones en instrumentos financieros a largo plazo.

En los primeros días de marzo, la tendencia a la caída del precio de los bonos europeos se vio acentuada por la publicación de datos que revelaban un intenso crecimiento de la cantidad de dinero en Alemania en el mes de enero, muy por encima de la banda fijada como objetivo para este año. Aunque las autoridades alemanas han insistido reiteradamente en que se trataba de un indicador anómalo y poco representativo, los mercados de bonos reaccionaron con virulencia, provocando nuevos aumentos de los tipos de interés. Lo cierto es que el banco central alemán se encuentra, en los primeros meses de 1994, con señales contradictorias en los indicadores que rigen su política monetaria: por una parte, el excesivo crecimiento monetario y el propio aumento de los tipos a largo plazo apuntan al mantenimiento de los indicios inflacionistas; por otra parte, la evolución de la inflación observada y prevista, la atonía de la demanda y la moderación salarial aportan una visión más optimista del control de los precios. En esta situación, las autoridades alemanas han reaccionado moderando el ritmo de descenso de los tipos de interés, política que ha podido contribuir a confirmar las expectativas de que el proceso de descenso de tipos estaba próximo a su fin.

Todas estas conjeturas respecto a las causas de la caída del precio de los bonos en Europa, aunque fundamentadas, contrastan con el hecho de que, como ya he comentado, es difícil aceptar que las expectativas de inflación —que deberían ser el principal determinante de los tipos a largo plazo— se hayan deteriorado significativamente en el mes de febrero en los países europeos. Este contraste apunta a una cierta desconexión de los mercados financieros respecto a los que se supone que son sus determinantes fundamentales por el lado del sector real; desconexión que ya se observó, en cierto modo, en la crisis del Sistema Monetario Europeo, y que contiene elementos preocupantes, por cuanto mercados financieros muy volátiles, que reaccionan de manera brusca y unánime, sin consideración de las distintas circunstancias nacionales, a factores desencadenantes poco conocidos, pueden incidir negativamente sobre el sector real, a través, principalmente, de un aumento de la incertidumbre y de su impacto sobre las expectativas. En efecto, la trayectoria reciente de los mercados mundiales de bonos parece apuntar a fenómenos de sobrereacción, posiblemente en ambas direcciones: la caída de los tipos a largo plazo en 1993 fue, quizás, excesiva, como lo sería también la reacción a los acontecimientos del mes de febrero. La evolución de los mercados de bonos a lo largo del mes de marzo —en el que se ha producido una corrección de la subida anterior, en especial en los mercados europeo y japonés— parece confirmar esta idea.

\* \* \*

Aunque se acepte que los mercados financieros han podido reaccionar de manera exagerada a cambios de menor magnitud tanto en los indicadores como en las señales de política económica, los factores que parecen estar detrás de las perturbaciones experimentadas recientemente por los mercados de bonos apuntan a problemas de mayor calado para la economía mundial. Me refiero, por una parte, a las dificultades para la coordinación de las políticas económicas de los principales países y, por otra, a los problemas derivados de la globalización de los mercados financieros. Dedicaré el resto de mi intervención a ofrecer algunas reflexiones en torno a estos problemas.

Es evidente que la coordinación de las políticas económicas es tanto más fácil cuanto más armoniosa sea la evolución de las principales economías, y tanto más compleja cuanto mayores son las diferencias en sus posiciones cíclicas. En los últimos años se ha producido una discrepancia cíclica notable en la evolución de las economías norteamericana y europea, cuya causa última habría que buscarla en los efectos de la unificación alemana. Después de que ambas áreas alcanzaran el punto más alto del ciclo en torno a 1988, la economía americana entró rápidamente en la fase descendente, mientras que las economías europeas se encontraron con el inesperado impacto expansivo de la unificación de Alemania, que suavizó su descenso cíclico. De esta manera, se produjo un desajuste entre la pauta cíclica de una y otra zona, que hizo que la economía americana alcanzara el punto más bajo del ciclo en 1991, y la economía europea, en su conjunto, lo alcanzara —posiblemente, puesto que la evolución en el año en curso es aún incierta— en 1993. En los dos últimos años, por lo tanto, las tasas de crecimiento real del producto han ido aumentando en Estados Unidos y disminuyendo en Europa. Este cruce de las posiciones cíclicas ha traído consigo políticas económicas de signo opuesto. Entre 1989 y 1993, las autoridades norteamericanas, preocupadas principalmente por garantizar una rápida salida de la recesión, propiciaron un descenso de los tipos de interés reales, que se situaron en torno a cero en los dos últimos años; entretanto, en Europa, la preocupación de las autoridades alemanas por la resistencia a la baja de la tasa de inflación condujo a un mantenimiento de los tipos de interés reales en niveles relativamente elevados, en torno a los cinco puntos, por término medio, entre 1989 y 1993. Por lo que se refiere a las políticas fiscales, el deterioro cíclico experimentado por el déficit público norteamericano tendió a corregirse ya en 1993, y se prevé que se reduzca adicionalmente en 1994, en consonancia con la fase expansiva de la economía; en Europa, sin embargo, las políticas fiscales estuvieron muy condicionadas por el efecto de la financiación de la reunificación alemana y por el tono estricto de las políticas monetarias, todo lo cual indujo un aumento del déficit global ya antes de la entrada en la fase recesiva, aumento del déficit que se ha visto adicionalmente impulsado por el deterioro cíclico en 1992 y 1993, y cuya corrección en 1994 es incierta.

El cruce de las posiciones cíclicas de Estados Unidos y de Europa ha traído consigo, por tanto, una intersección en la trayectoria de las políticas económicas. En 1994, se espera que los tipos de interés aumenten en Estados Unidos y continúen disminuyendo en la Unión Europea; al mismo tiempo, se prevé que el déficit público continúe reduciéndose en Estados Unidos, mientras que en Europa, en la hipótesis de que se inicie en este año la salida de la recesión, aunque a un ritmo lento, el déficit público conjunto podría mantenerse en torno a los elevados niveles alcanzados en 1993. La economía japonesa, por su parte, se encuentra en una posición cíclica similar a la europea, pero con tipos de interés reales prácticamente nulos, y con un margen de maniobra bastante mayor por el lado de la política fiscal.

En esta situación, la tarea —siempre complicada— de coordinar las políticas económicas se hace especialmente difícil. Los principales países tienen prioridades opuestas, y los mercados esperan actuaciones de política económica de signo contrario en unos y otros. La cotización de las principales divisas se resiente especialmente de esta falta de sincronía, y por esta razón se producen movimientos bruscos en los precios de las divisas, cambios de tendencia, sobrerreacciones a la publicación de indicadores, a los anuncios de política económica o a las declaraciones públicas, todo ello en un entorno de elevada volatilidad. En mercados financieros —internacionales y nacionales— que funcionan como vasos comunicantes, esta volatilidad se transmite rápidamente de unos a otros, de modo que los tipos de interés internos, a corto y a largo plazo, se contagian de esta erraticidad.

La coordinación de las políticas económicas se ha visto también dificultada, en los últimos años, por el mantenimiento de pertinaces desequilibrios comerciales, cuya trayectoria es, en teoría, el determinante fundamental, a largo plazo, de los tipos de cambio, variable que, a su vez, constituye el eslabón básico de los ejercicios de coordinación de políticas. El mantenimiento de un fuerte déficit corriente en la principal economía del mundo, la americana, que crea, además, la primera moneda mundial en los intercambios comerciales, en los mercados financieros y como moneda de reserva, entraña riesgos no despreciables para el Sistema Monetario Internacional riesgos inflacionistas y de inestabilidad de los mercados financieros que representan una permanente amenaza a la estabilidad de los tipos de cambio. La volatilidad de los mercados de divisas, y los bruscos cambios de tendencia en ellos observados son, en parte, imputables a este problema.

La actitud de las autoridades norteamericanas respecto al dólar, en los últimos años, puede calificarse de relativamente pasiva, posición que, si bien es coherente con un sistema de tipos de cambio flexibles, choca en ocasiones con el papel de liderazgo en la coordinación de políticas económicas que cabe esperar de los Estados Unidos. No obstante, la responsabilidad en las deficiencias observadas recientemente en la coordinación internacional de políticas económicas es

compartida por todos los países desarrollados que no han sido capaces de establecer unos cauces institucionales adecuados. Los canales existentes —el Fondo Monetario Internacional, el GATT, la OCDE, los grupos de países denominados G-7 y G-10, y otros— están pensados para un mundo muy diferente del actual y resultan manifiestamente inadecuados para alcanzar un grado de coordinación suficiente. Así, es dudoso que la separación entre el FMI y el GATT esté justificada, y es posible que esté generando disfunciones para ambas instituciones, y para la economía mundial; es evidente, por otro lado, que las agrupaciones del G-7 y del G-10 son caprichosas y escasamente operativas. Lo inadecuado de estos cauces ha quedado aún más patente a raíz de las recientes transformaciones de la economía mundial, entre las que cabe destacar la consolidación de la Unión Europea como un mercado integrado, con un grado de cohesión política que, aunque obviamente mejorable, resulta muy superior al que cabía esperar cuando se firmó el Tratado de Roma; la incorporación al sistema de economía de mercado de los países de Europa central y del Este y de la antigua Unión Soviética; el notable proceso de despegue y de integración en la economía mundial de los llamados «mercados emergentes», localizados principalmente en el sudeste asiático, pero al que se están sumando también, rápidamente, algunas economías latinoamericanas; y el rápido crecimiento y apertura de la economía china, por citar sólo las transformaciones de mayor magnitud. Es evidente, si se piensa por ejemplo en el G-7 o en el G-10, que un foro de coordinación internacional que no considere todas estas transformaciones, y en el que no tengan voz las áreas geográficas que he mencionado, es claramente inadecuado.

La ausencia de mecanismos institucionales adecuados, en una economía mundial cada vez más integrada, es, en mi opinión, un problema de primera magnitud, al que se deberá hacer frente en los próximos años. Llama la atención, en este sentido, el contraste entre el destacado papel que desempeñan las autoridades públicas en las economías nacionales y la ausencia de mecanismos de regulación y control al nivel supranacional, cuando la propia noción de economía nacional tiende a diluirse y la naturaleza de nuestros problemas nos remite, cada vez con mayor frecuencia, al ámbito mundial. En el pasado he llamado alguna vez la atención sobre este problema, que podría formularse como un exceso de intervencionismo a nivel nacional y una falta de normas, reglas y mecanismos que garanticen su cumplimiento en la esfera supranacional. En los últimos veinte años, se ha avanzado mucho, en la mayor parte de los países, en la dirección de liberalizar las economías nacionales y desregular buen número de actividades y sectores, con ganancias evidentes de eficiencia para todos los países. Sin embargo, desde el paso a la libre flotación en los primeros años de la década de los setenta, apenas se ha avanzado hacia el establecimiento de un entramado institucional adecuado para la coordinación internacional; en algunos aspectos —como en los mercados de divisas— puede que incluso se haya producido un retroceso.

Los problemas relacionados con la coordinación internacional de políticas tienen su peculiar manifestación en el ámbito europeo. Las economías europeas, muy abiertas e integradas en el contexto internacional, son extraordinariamente vulnerables a los problemas derivados de una insuficiente coordinación a un nivel más amplio, como ha quedado de manifiesto con ocasión de la crisis del Sistema Monetario Europeo y, más recientemente, con la convulsión de los mercados de bonos.

El segundo conjunto de problemas de la economía mundial suscitado por las recientes perturbaciones de los mercados financieros internacionales es el relacionado con la globalización de estos mercados. Ha sido éste un proceso muy rápido y, en su conjunto, positivo. La liberalización de los movimientos de capitales, en combinación con una tecnología en rápida expansión —en el doble terreno de la informática y de las telecomunicaciones—, ha traído consigo una notable internacionalización de las carteras internacionales. El proceso de institucionalización del ahorro —mediante el cual los activos financieros del sector privado han tendido a concentrarse en grandes inversores institucionales— ha contribuido también a este proceso, puesto que la gestión de estas entidades descansa, de manera crucial, en la diversificación de riesgos por monedas, por instrumentos, por plazos y por contrapartida.

Desde un punto de vista microeconómico, este proceso ha conducido a notables ganancias de eficiencia. En relación con las políticas económicas, el principal efecto de la globalización de los mercados financieros ha sido también positivo, al reforzarse los mecanismos que disciplinan las mismas, a través del meticuloso análisis que los inversores realizan, en un mundo de libre circulación de capitales, sobre el impacto de las políticas económicas en sus dos fuentes principales de rendimiento: el tipo de interés y el tipo de cambio. Al mismo tiempo, la libre circulación de capitales hace que se diluya la relación a corto plazo entre ahorro e inversión nacionales, de modo que el saldo exterior, aunque evidentemente continúa estando sometido a una restricción de sostenibilidad a largo plazo, no actúa ya como un «corsé» que limite un funcionamiento flexible de la economía a corto plazo. No ha desaparecido, por tanto, la restricción exterior sobre las economías nacionales, pero sí opera, en la actualidad, de manera más flexible y razonable.

Es evidente que las políticas económicas han perdido independencia, pero esta pérdida es, en principio, positiva, ya que es el resultado de un escrutinio más cuidadoso de su sostenibilidad a medio plazo. También es cierto, sin embargo, que en la medida en que los mercados financieros internacionales se han vuelto más propensos a la inestabilidad, las políticas económicas se han hecho más vulnerables a movimientos bruscos de los mercados.

No creo, sin embargo, que se pueda achacar a meros movimientos especulativos todos los acontecimientos recientes en los mercados financieros, y sus im-

plicaciones sobre las políticas económicas. Ya he señalado que la crisis del Sistema Monetario Europeo, aunque pudo verse magnificada por la dinámica de la especulación, se asentó sobre desequilibrios macroeconómicos objetivos. En cuanto a la reciente caída del precio de los bonos, aunque haya podido haber una cierta sobre-reacción, en su origen se desencadenó por agudas discrepancias en las prioridades de política económica de los principales países.

Un fenómeno destacable, en la evolución reciente de los mercados financieros, es la elevada sincronía en los movimientos de las cotizaciones entre los diversos mercados nacionales, tanto de renta fija como de renta variable, que parece ser mayor en el período más reciente. Las razones de esta mayor sincronía de los mercados financieros no son fáciles de desentrañar: por una parte, parece que, al aumentar la participación de los grandes inversores institucionales en los mercados financieros, la gestión de sus carteras se realiza de manera más integrada; por otra parte, cuando se producen movimientos bruscos de los precios, los programas de negociación automática pueden contribuir a propagar tendencias de unos mercados a otros, lo que también explicaría los fenómenos de contagio observados recientemente.

Esta correlación en el comportamiento de los mercados financieros tiene importantes implicaciones para las autoridades nacionales, tanto en la supervisión de los mercados e intermediarios financieros, que para ser eficaz requiere una acción internacional coordinada, como en la política monetaria, ya que una elevada correlación entre los tipos de interés a largo plazo de los distintos países puede diluir el vínculo entre los tipos a corto y a largo plazo nacionales y enturbiar la transmisión de los impulsos monetarios.

\* \* \*

Aunque he abordado el tema de esta intervención desde una perspectiva global, no querría, sin embargo, finalizar sin hacer alguna referencia, aunque sea breve, a la incidencia que ha tenido en nuestro país la reciente fase de inestabilidad de los mercados europeos de bonos. El mercado español de deuda pública a medio y largo plazo ha pasado en no muchos años de tener una importancia marginal a ser el mercado más importante del sistema financiero: actualmente, en el mercado de deuda pública está admitido un volumen superior a 15 billones en valores a medio y largo plazo, acogido a un sistema de anotaciones en cuenta que permite su negociación con muy poco coste y de una manera extraordinariamente flexible. Se han desarrollado, además, mercados de futuros y opciones que tienen como referencia —o mercado subyacente— el mercado de deuda pública. El mercado de deuda español, en lo que se refiere a sus características técnicas de eficiencia, liquidez y seguridad de las transacciones, se compara favorablemente con los más desarrollados del mundo; como resultado, se ha con-

vertido en la referencia básica para los tipos de interés de las operaciones financieras a más largo plazo.

La expansión de este mercado ha hecho posible la financiación de los cuantiosos déficit que ha presentado el sector público en los últimos años y ha contribuido, de manera decisiva, al desarrollo de otros mercados y a la atracción de capitales extranjeros a nuestra economía: por dar una idea sumaria, el volumen de deuda a largo plazo en poder de no residentes es, en la actualidad, el 30 por 100 del saldo total en circulación.

A lo largo del año 1993, los precios de los bonos españoles experimentaron un alza sensible; esta evolución reflejaba las expectativas de bajada de los tipos de interés a corto plazo que, efectivamente, se produjo en ese período, especialmente tras la ampliación de las bandas del Sistema Monetario Europeo. En 1993, y en las primeras semanas de 1994, los tipos de interés de los bonos bajaron unos cuatro puntos. Esta evolución suponía un incremento considerable de la riqueza financiera de sus tenedores, e impulsaba un proceso similar en otros mercados de valores privados, y en los mercados de crédito. De esta manera, la evolución de los mercados de deuda a medio y largo plazo reflejaba una recuperación de la confianza en las perspectivas de estabilidad de la economía y contribuía a mejorar las expectativas de recuperación de la actividad.

Pues bien, este mercado financiero clave de nuestra economía ha acusado de forma muy sensible el impacto de los acontecimientos internacionales que he señalado al principio de mi intervención: los tipos de interés en los mercados de deuda se elevaron hasta un punto y medio en los momentos de mayor inestabilidad, por encima de las alzas que se apreciaron en la mayor parte de los mercados internacionales. Posteriormente, y al igual que éstos, los tipos de interés de la deuda española han tendido a reducirse —y los precios han tendido a subir—. Es de esperar que este proceso continúe en los próximos días o semanas, pero ni en España, ni en otros países, aparecen signos claros de que los precios de la deuda vayan a retornar rápidamente a sus niveles previos.

La evolución de los mercados de deuda españoles apunta a varias causas. Algunas de ellas se pueden considerar lógicas y, hasta cierto punto, saludables. Otras, reflejan aspectos que pueden resultar más preocupantes.

Atendiendo a las primeras, debe resaltarse que la rápida reacción del mercado español de deuda señala la existencia de un mercado líquido y eficaz, que transmite rápidamente los cambios en las expectativas de los agentes y permite el cruce de operaciones que «vacían» el mercado. Ello aporta, con independencia de las variaciones coyunturales de los precios, un substrato de solidez y confianza al mercado.

En segundo lugar, es el resultado de una gestión altamente profesionalizada: los gestores de patrimonios nacionales o internacionales, las entidades de crédi-

to, etc., son agentes que reaccionan con celeridad a los cambios en las expectativas. En concreto, una gran parte de los tenedores de deuda son no residentes, con amplias carteras denominadas en divisas muy diferentes; en estas condiciones, el vínculo entre los mercados nacionales y los internacionales se hace muy estrecho, dado que estos agentes recomponen su cartera desde una perspectiva global.

Todos estos factores son, en definitiva, los que animan la actividad del mercado y atraen a muchos agentes que están interesados en operar en un mercado ágil y flexible.

Sin embargo, la tendencia a la sobre-reacción de los mercados españoles de deuda, que ha hecho que las alzas de los tipos a largo plazo hayan sido más cuantiosas que en otros países, puede mostrar una mayor sensibilidad de los inversores a la vulnerabilidad potencial de la economía española frente a los episodios de inestabilidad financiera. Sensibilidad que en última instancia podría repercutir en unas expectativas adversas para la deuda pública española si no se perciben con claridad los criterios de disciplina y estabilidad que deben presidir la orientación de la política económica a medio y largo plazo.

En este marco, la política monetaria se ha esforzado en proseguir la línea de adaptación de los tipos de interés a la actuación cíclica de la economía española, de acuerdo con la necesidad de avanzar en la reducción de la tasa de inflación. El mantenimiento de esta orientación ha pretendido contrarrestar el impacto de la inestabilidad del mercado de bonos, ya que la consolidación de la subida de los tipos a largo plazo podría haber tenido efectos significativos sobre las expectativas de los agentes y sobre la riqueza y el coste de financiación del sector privado. Ambas cosas podrían haberse traducido en un obstáculo a la recuperación económica.

En cualquier caso, el mantenimiento de unos tipos de interés que favorezcan la recuperación depende, sobre todo, de la credibilidad de la política económica global española. El esfuerzo de la política monetaria sería inútil, y hasta contraproducente, sin la acción de una política presupuestaria que procure recuperar la senda de la consolidación fiscal, y sin las reformas estructurales que aporte una mayor flexibilidad a los procesos de formación de costes.